

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño
2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2022

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 31
 - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 31
 - 1.1.2 España 36
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 39
 - 1.2.1 Mercados financieros 39
 - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 43
- 1.3 Los sectores no financieros** 45
 - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 45
 - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 50
 - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 53

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 67
 - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 67
 - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 81
 - 2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito 91
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 93
 - 2.2.1 Sector financiero no bancario 93
 - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 97

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

- 3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas** 119
- 3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera** 130

Anejos

- 1 Balance consolidado** 143
- 2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 144

Publicaciones del Banco de España 145

Símbolos y abreviaturas 146

Códigos ISO de países 146

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Evolución de los precios del gas natural y del petróleo 15
- 2 Diferenciales de la deuda pública a diez años frente a Alemania y desviaciones con respecto a su media histórica de los diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva SWAP 15
- 3 Evolución reciente de las tasas de inflación 16
- 4 Evolución de los principales tipos de interés oficiales 16
- 5 Probabilidad de recesión a un año. Área del euro y EEUU 18
- 6 Evolución de la deuda de las Administraciones Públicas en España 18
- 7 Aumento estimado de la carga financiera mediana de las empresas por la subida de los tipos de interés 21
- 8 Impacto de una subida de tipos de interés en el porcentaje de hogares con carga financiera neta elevada. Desglose por percentil de renta 21
- 9 Evolución del ROE y del coste de capital del sector bancario 23
- 10 Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio de CET1 en escenario base y escenario adverso 23
- 11 Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda 25
- 12 Brecha de crédito-PIB y brecha de producción 25
- 1.1 Se ralentiza la actividad económica mundial en un entorno de mayor inflación y de endurecimiento de la política monetaria 32
- 1.2 En las economías emergentes se mantiene el tono contractivo de la política monetaria, en un contexto de cierta contención de la inflación y de las tensiones financieras 35
- 1.3 La economía española está acusando los efectos económicos de la guerra en Ucrania, a través del impacto de una inflación más alta y duradera de lo anticipado y del deterioro del entorno exterior sobre el poder adquisitivo de los agentes y su confianza 37
- 1.4 Durante los últimos meses han seguido aumentando los tipos de interés en los mercados monetarios y de deuda soberana, y las primas de riesgo en los mercados de renta fija 40
- 1.5 Desde el inicio de 2022, se han observado descensos de los índices bursátiles y una fuerte apreciación del dólar estadounidense 41
- 1.6 La actividad y los precios en el mercado inmobiliario mantienen una tendencia expansiva, aunque se observan ciertos signos de desaceleración, en un contexto de deterioro de las perspectivas económicas y de encarecimiento gradual de la financiación 44
- 1.7 El incremento de los precios energéticos y la subida de los tipos de interés están impactando negativamente sobre la situación financiera de las empresas 47
- 1.8 La inflación y la subida de los tipos de interés suponen un mayor deterioro de la situación económica para los hogares endeudados con rentas bajas 49
- 1.9 El déficit público de España continuó reduciéndose, si bien, en ausencia de nuevas medidas, las finanzas públicas españolas permanecerían en el medio plazo en una posición de vulnerabilidad 51
- 1.10 La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España y la deuda externa bruta han seguido corrigiéndose, en términos del PIB, en el primer semestre de 2022 54
- 2.1 El crédito nominal al sector privado residente se ha mantenido estable en el primer semestre de 2022, gracias al equilibrio entre las bajas y el flujo de crédito nuevo 68
- 2.2 La contribución de los créditos nuevos al saldo de préstamos de las empresas creció muy moderadamente en el primer semestre, mientras que la evolución del crédito a la vivienda seguía sosteniendo el crecimiento de los préstamos a hogares 69
- 2.3 En el último semestre, se ha prolongado la reducción del volumen y de la ratio de préstamos dudosos, observándose también una disminución del peso de los préstamos refinanciados y en vigilancia especial 71
- 2.4 La cartera de préstamos ICO presentó en la primera mitad de 2022 un menor ritmo de deterioro que en trimestres anteriores, mientras que los préstamos vivos vinculados a moratorias COVID-19 vencidas redujeron levemente su ratio de dudosos 74
- 2.5 El crédito en el exterior se expandió en el primer semestre de 2022, favorecido por la depreciación del euro frente a otras divisas, al tiempo que las ratios de dudosos observadas en estas exposiciones continúan contenidas 75

- 2.6 El endurecimiento de la política monetaria ha llevado a la estabilización del balance del Banco Central Europeo, que se mantiene, sin embargo, muy por encima del nivel previo a la pandemia, al tiempo que las subidas de tipos se han trasladado ya en parte a los mercados monetarios y a la financiación mayorista 77
- 2.7 Los depósitos de hogares y de sociedades no financieras representan el principal elemento del pasivo de las entidades españolas y, por el momento, apenas han trasladado a su coste las subidas de tipos de interés 80
- 2.8 El resultado ordinario del sistema bancario español en la primera mitad de 2022 aumentó respecto al año anterior 82
- 2.9 El ROA de los bancos de los principales países europeos se situaba en niveles pre-pandemia en el primer semestre de 2022, mientras continuaba la evolución favorable de los beneficios en el negocio en el extranjero de las entidades españolas 84
- 2.10 En el primer semestre de 2022, el margen de intereses a nivel consolidado ha aumentado sensiblemente respecto a los años anteriores, contribuyendo de forma notable a la evolución positiva del ROA 85
- 2.11 Las pérdidas por deterioro se mantuvieron relativamente estables respecto a junio del año anterior y su impacto en el resultado de las entidades fue menor que en los últimos años 87
- 2.12 Distintos componentes de la rentabilidad bancaria han evolucionado de manera favorable a nivel europeo hasta junio de 2022, siendo la evolución de las entidades españolas más positiva que la media 88
- 2.13 El aumento de los activos ponderados por riesgo condujo a un descenso de la ratio de CET1 en junio de 2022 89
- 2.14 Los recursos de absorción de pérdidas del sistema bancario español se han reducido en el primer semestre del año en relación al tamaño del activo. Por su parte, se ha mantenido estable la diferencia de la ratio de CET1 con respecto a la media europea 90
- 2.15 Las pérdidas por riesgo operacional no se han visto por el momento significativamente afectadas por la materialización de ciberriesgos, ante los que el sector bancario mantiene una posición de alerta 92
- 2.16 La cartera de préstamos de los establecimientos financieros de crédito, en particular en el segmento de consumo, se expandió en los doce meses hasta junio de 2022, al tiempo que descendieron las ratios de dudosos en este sector 93
- 2.17 Los fondos de renta fija españoles han visto aumentar en el primer semestre sus flujos de entrada de capital y el peso de las tenencias con menor calificación crediticia, en contraste con lo observado en este segmento en el conjunto del área del euro 96
- 2.18 Aumentan los pasivos del sector bancario frente a los hogares y al resto del mundo y disminuyen los mantenidos con el resto de los sectores financieros. Las tenencias comunes con otros sectores financieros se mantienen estables 98
- 2.19 El sector financiero no bancario tiene exposiciones elevadas a las obligaciones colateralizadas por préstamos (CLOs) 99
- 2.20 El valor de mercado de los criptoactivos ha disminuido marcadamente en 2022, observándose una correlación elevada entre estos instrumentos y la renta variable 100
- 3.1 Los indicadores de riesgo sistémico financiero y bancario mantienen su tendencia alcista, aunque continúan lejos de los niveles alcanzados en el inicio de la pandemia de COVID-19 120
- 3.2 Continúa la corrección de la brecha de crédito-PIB y la brecha de producción, pero a menor ritmo en este último caso. Además, el aumento de la inflación conlleva mayores riesgos para el crecimiento 122
- 3.3 Los indicadores de desequilibrios del mercado inmobiliario siguen mostrando señales moderadas de sobrevaloración 124
- 3.4 Los estándares de crédito hipotecario en relación con el valor del colateral no han empeorado, pero se aprecia alguna vulnerabilidad en la distribución de la ratio *loan-to-income* (LTI). Por otro lado, se ha observado una caída en los diferenciales de tipos de interés en esta cartera 125
- 3.5 El endurecimiento de las condiciones de oferta ha reducido el crédito nuevo a hogares en el II TR 2022, mientras que los factores de demanda han impulsado los nuevos préstamos a empresas 127

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1 Principales vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera 13

- 3.1 Desarrollos regulatorios destacados de relevancia para la estabilidad financiera 132

ÍNDICE DE CUADROS

- 3.1 Medidas recientes de colchones macroprudenciales de capital en países europeos 129
- 3.2 Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados 130

ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 Canales de impacto de las tensiones geopolíticas globales sobre la Unión Europea 55
- 1.2 La transmisión de los tipos de interés de mercado al coste de los préstamos bancarios de hogares y de empresas 59

- 2.1 Análisis de la calidad de las exposiciones sujetas a ampliación de plazo y carencia en el marco del programa de avales públicos sobre préstamos a empresas no financieras 102
- 2.2 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 105
- 2.3 El dictamen del BCE sobre la propuesta de gravamen fiscal temporal al sector bancario en España 113

- 3.1 El efecto de los estándares de concesión de los préstamos hipotecarios en el crecimiento del crédito y en los riesgos de impago asumidos 137

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Desde el inicio de la invasión de Ucrania por el ejército ruso en febrero de este año, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han deteriorado, en un contexto de elevada inflación y endurecimiento de las condiciones de financiación. En estas circunstancias, los riesgos para la estabilidad financiera se han incrementado con respecto a la fecha de publicación del anterior Informe de Estabilidad Financiera (IEF). La principal fuente de riesgos es la vinculada a las tensiones geopolíticas, en particular a la evolución de la guerra en Ucrania, que genera una extraordinaria incertidumbre sobre el crecimiento de la actividad real y sobre la persistencia del episodio inflacionista actual (véase esquema 1). En todo caso, si bien continúa siendo difícil predecir las consecuencias económicas y geopolíticas de la guerra que se libra en Ucrania, todo sugiere que su alcance será global y con implicaciones de larga duración, como muestra la tensión existente entre áreas geográficas en el ámbito comercial.

En España, el levantamiento a lo largo de los últimos meses de la práctica totalidad de las restricciones sanitarias impulsó de forma muy significativa la actividad en el segundo trimestre de este año, especialmente la de aquellos sectores más

Esquema 1

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (a) (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a En este Informe se definen las vulnerabilidades como 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 una evolución desfavorable de la pandemia señalado en el IEF de Primavera de 2022 ha disminuido en su importancia para evaluar la estabilidad financiera y se integra en un conjunto de factores que pueden afectar adversamente las dinámicas de inflación y actividad.

dependientes del contacto social. Sin embargo, la persistencia de tasas de inflación elevadas, el endurecimiento de las condiciones financieras, el mantenimiento de determinadas distorsiones o cuellos de botella por el lado de la oferta, la reducción de la confianza de los agentes, y la existencia de un elevado grado de incertidumbre, contribuyeron a un debilitamiento de la actividad en el tercer trimestre de este año. Estos factores, previsiblemente, seguirán presionando a la baja las perspectivas de la actividad económica española en los próximos trimestres.

Las entidades bancarias españolas afrontan este contexto con unos niveles de solvencia superiores a los existentes antes de la pandemia, así como con unas ratios de morosidad inferiores. Por su parte, la rentabilidad ha recuperado el nivel previo a la crisis sanitaria y se sitúa por encima del coste del capital. Sin embargo, el escenario actual de desaceleración económica, elevada inflación y extraordinaria incertidumbre aumenta los riesgos de un deterioro de la calidad del crédito y de un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación. Todo ello recomienda una política prudente de planificación de provisiones y de capital, que permita destinar el incremento de los beneficios que se está produciendo en el corto plazo a aumentar la capacidad de resistencia del sector. Esto permitiría afrontar en mejor situación las posibles pérdidas que se producirán en el medio plazo derivadas de la evolución negativa del crecimiento económico.

A continuación, se analizan con más detalle los principales riesgos^{1,2} para la estabilidad del sistema financiero español:

R1. Incremento de los riesgos geopolíticos.

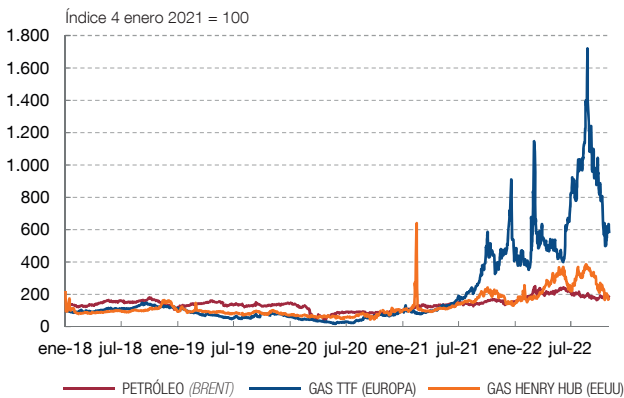
La incertidumbre sobre la duración y la posible escalada del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sigue siendo el principal elemento de riesgo.

El mayor impacto económico del conflicto hasta el momento deriva de la importancia de Rusia y de Ucrania como productores de materias primas, en particular energéticas y metálicas el primero, y agrícolas el segundo. El conflicto bélico ha aumentado de manera muy significativa los precios de la energía, con un impacto más elevado en Europa, donde algunos países son particularmente dependientes del gas y del petróleo ruso (véase gráfico 1). Esta evolución ha desatado importantes tensiones inflacionistas y ha agravado los riesgos a la baja sobre el crecimiento. De hecho, las consecuencias —todavía inciertas— de la reducción drástica del suministro

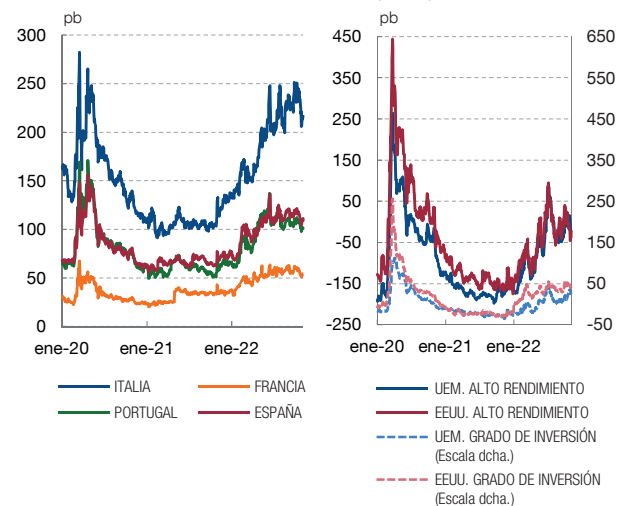
1 Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como las variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas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

2 El riesgo de una evolución desfavorable de la pandemia señalado en el IEF de Primavera de 2022 ha disminuido en su importancia para evaluar la estabilidad financiera y se integra en un conjunto de factores que pueden afectar adversamente las dinámicas de inflación y actividad.

1 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL Y DEL PETRÓLEO (a)



2 DIFERENCIALES DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA (IZQ.) Y DESVIACIONES CON RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (DCHA.) (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Los precios al contado de los tres mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b Desviaciones calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022. 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.

de gas ruso a Europa durante el invierno suponen el mayor riesgo a corto plazo sobre el crecimiento económico de la Unión Europea (UE).

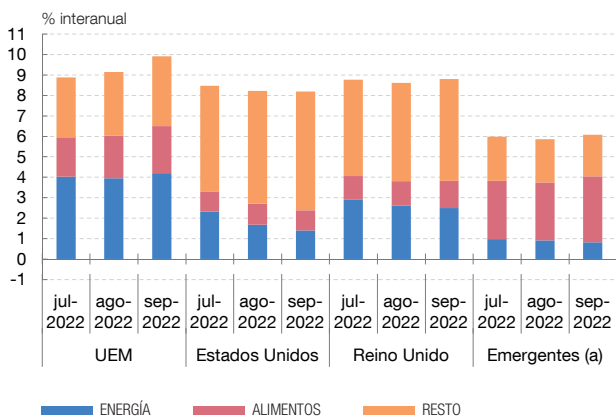
Además, en los seis últimos meses, se han incrementado las tensiones entre Estados Unidos y China en relación con el estatus político de Taiwán y también por algunas disputas comerciales. Todo ello eleva los riesgos de consolidación de una dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias de eficiencia del proceso de globalización.

A pesar de la situación geopolítica no se han observado tensiones elevadas en los mercados financieros, si bien las primas de riesgo de distintas categorías de activos se han elevado desde el inicio de la invasión (véase gráfico 2), y también se ha observado una mayor volatilidad. No es descartable que se produzcan correcciones más abruptas de las valoraciones en los mercados financieros si las tensiones geopolíticas se mantienen o intensifican.

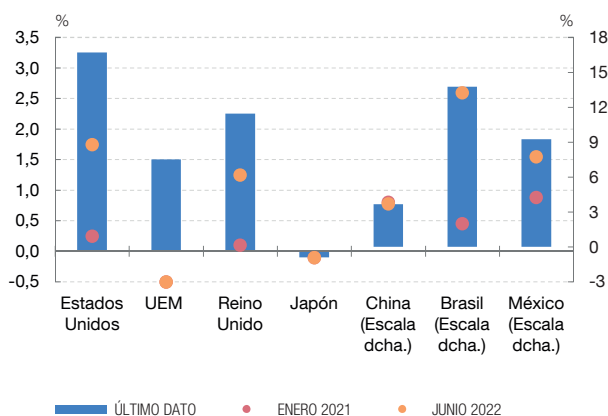
R2. Riesgo de inflación más elevada y persistente.

El repunte de la inflación ha tenido un alcance global y ha excedido las expectativas sobre su magnitud y persistencia de forma muy generalizada en distintas áreas geográficas. Distintos factores de oferta y de demanda, con pesos desiguales por países, han contribuido al crecimiento acelerado de los precios (véase gráfico 3). Entre los factores de oferta, destacan las presiones sobre el precio de las materias primas, en particular, sobre los bienes energéticos, los cuellos de botella en la

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INFLACIÓN



4 EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y bancos centrales nacionales

a El agregado incluye cuatro áreas geográficas: China, Asia excluida China, LATAM-5 y Europa del Este.

producción de determinados bienes y el tensionamiento del transporte marítimo. En cuanto a los factores de demanda, sobresalen el impulso fiscal implementado en algunas áreas, en particular en Estados Unidos, y el efecto de la eliminación de las restricciones sanitarias sobre la demanda de ciertos servicios (por ejemplo, el ocio, la restauración y el turismo).

En este contexto, la mayoría de los bancos centrales han reaccionado endureciendo sus políticas monetarias (véase gráfico 4). Resulta particularmente relevante la senda que está siguiendo la Reserva Federal de Estados Unidos, por su elevada influencia sobre las condiciones financieras globales. La inflación en este país es también elevada, con un peso superior de los factores de demanda. Entre las economías en las que los bancos españoles desarrollan su actividad, las de Latinoamérica están aumentando menos los tipos de interés en la actualidad, ya que se anticiparon al resto de bancos centrales en el ciclo de subidas; en el caso de Turquía, la elevadísima inflación y la acumulación de desequilibrios financieros son de especial preocupación.

En el caso del área del euro y de la economía española, destaca el papel de los factores de oferta y, muy especialmente, del componente energético y de los precios de los alimentos. No obstante, la prolongación en el tiempo y la magnitud del incremento de los precios energéticos y de otras materias primas ha dificultado su absorción por el conjunto de las empresas, que estarían trasladando estos incrementos de costes a sus precios. De esta forma, el incremento de la inflación se ha ido extendiendo a un número creciente de bienes y servicios de la cesta de consumo.

En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) inició en diciembre pasado un proceso de normalización de su política monetaria, que, tras los incrementos de tipos de interés de sus últimas tres reuniones, ha logrado ya un avance considerable

en la reversión de la orientación acomodaticia de la que se partía, lo que se ha reflejado en un aumento significativo de los tipos de interés de mercado a todos los plazos.

De cara al futuro, la elevada incertidumbre hace difícil predecir la evolución de los factores de demanda y de oferta que han estimulado hasta ahora el crecimiento de la inflación, que pueden evolucionar de forma desigual por áreas geográficas. De este modo, se hace difícil predecir el grado de restricción monetaria que deberán aplicar los distintos bancos centrales para lograr sus objetivos de estabilidad de precios, lo que añade un elemento adicional de incertidumbre. En cualquier caso, los principales bancos centrales y, en particular, el BCE han indicado que serán necesarios incrementos adicionales de los tipos de interés para lograr sus objetivos de estabilidad de precios.

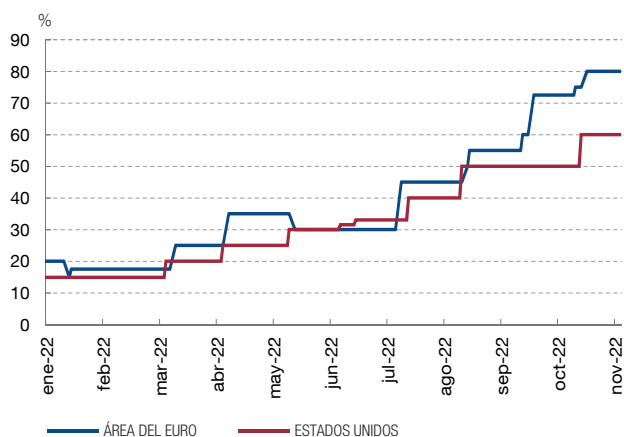
R3. Riesgo de contracción de la actividad real.

Las previsiones de crecimiento para la segunda mitad de 2022 y 2023 se han revisado a la baja en casi todas las áreas, principalmente en las economías avanzadas. A pesar de que los cuellos de botella de las cadenas globales de valor se han relajado en alguna medida con respecto a 2021, la incertidumbre geopolítica, el aumento de la inflación y los consiguientes deterioros de la renta real disponible y el endurecimiento de las condiciones de financiación han aumentado las probabilidades de recesión en las principales economías desarrolladas (véase gráfico 5).

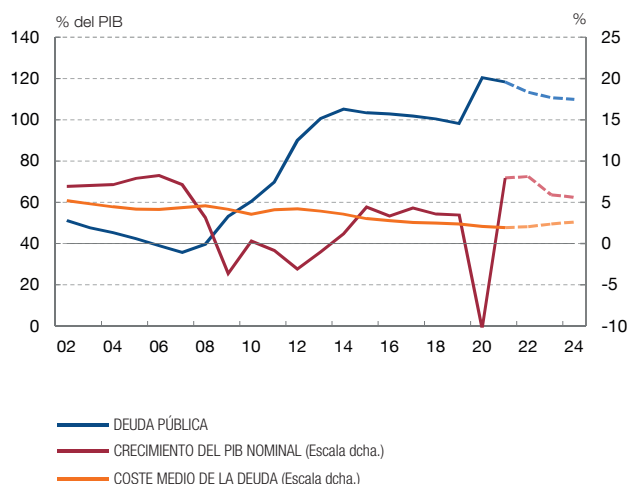
La incertidumbre sobre la evolución de los factores de oferta incrementa también los riesgos a la baja sobre el crecimiento. Las posibles interrupciones sobre el transporte y la oferta de ciertos materiales y bienes energéticos, así como el mantenimiento de restricciones sanitarias en Asia-Pacífico, pueden agravar los cuellos de botella sobre las cadenas globales de valor, dificultando la actividad manufacturera. La reducción drástica del suministro de gas a Europa desde Rusia podría afectar severamente la actividad industrial de los países miembros de la UE más directamente dependientes de él con un efecto negativo, que se transmitiría de forma desigual a la evolución del crecimiento del resto de los países del área, fundamentalmente a través de canales comerciales. La propia incertidumbre sobre la evolución de la inflación y la reacción asociada de las políticas económicas puede desincentivar y posponer decisiones de inversión, con efectos negativos más persistentes sobre las condiciones de oferta.

La posible reducción de la demanda ante factores como la mayor incertidumbre, la reducción de las rentas reales y las peores condiciones financieras —que puede tener un efecto beneficioso en términos de menor presión sobre la inflación— refuerza, sin embargo, los riesgos de contracción de la actividad económica. La

5 PROBABILIDAD DE RECESIÓN A UN AÑO. ÁREA DEL EURO Y EEUU (a)



6 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA (b)



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

- a Estos indicadores se basan en las respuestas a encuestas realizadas por Bloomberg sobre la probabilidad de una recesión en el plazo de un año. Los índices utilizados son: US Recession Probability Forecast Index y Eurozone Recession Probability Forecast Index.
- b Se muestran con líneas discontinuas las proyecciones incorporadas en las «Proyecciones macroeconómicas del Banco de España», publicadas el 5 de octubre de 2022.

política fiscal afronta así una cierta disyuntiva, ya que las medidas expansivas para sostener la actividad, en particular si no son selectivas, pueden contribuir a sostener el crecimiento de los precios.

En presencia de estos riesgos, las principales vulnerabilidades³ de la economía y del sistema financiero español incluyen:

V1. Nivel elevado de endeudamiento público.

El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) en España se ha reducido en los meses transcurridos de 2022 hasta el 4,6 % del PIB en junio de 2022, lo que supone 2,3 puntos porcentuales (pp) menos con respecto al valor observado al cierre de 2021. Esta reducción ha sido más rápida de lo anticipado en las previsiones macroeconómicas previas. En términos de la ratio de deuda pública sobre el PIB, se espera que esta se mantenga estable en 2022 con respecto al valor observado al cierre de 2021 (118,4 % del PIB) y que la expansión del PIB nominal permita una cierta reducción hasta 2024 (109,9 % del PIB).

No obstante, el elevado endeudamiento público existente supone una vulnerabilidad de la economía española, en particular en un contexto en el que proceso de normalización de la política monetaria ha elevado el coste financiero de la deuda pública.

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

Entre diciembre de 2021 y octubre de 2022, los tipos de interés a uno y a diez años de las nuevas emisiones de deuda pública española han aumentado, respectivamente, en 258 pb y 284 pb. Por su parte, el coste medio de la deuda (un 1,69 % en agosto de 2022) ha repuntado solo levemente en los meses más reciente, y se sitúa ligeramente por encima del valor observado al cierre de 2021 (un 1,64 %). La amortización de deuda que fue emitida a tipos de interés comparativamente elevados durante la crisis financiera global y el mantenimiento de plazos de vencimiento relativamente largos en la deuda soberana española continúan contribuyendo a esta contención del coste medio de la deuda. No obstante, es esperable que estos efectos beneficiosos se debiliten gradualmente si se extiende el período actual de condiciones monetarias más restrictivas.

Además, la elevada incertidumbre actual podría aumentar la aversión al riesgo en los mercados financieros. De hecho, se ha producido un aumento de la sensibilidad de los mercados financieros internacionales a noticias económicas adversas. Un claro ejemplo reciente ha sido la reacción negativa que tuvieron los mercados de deuda soberana en el Reino Unido tras el anuncio del anterior gobierno de ese país de medidas que podrían elevar notablemente el déficit y el nivel de deuda pública. La rectificación posterior de este anuncio, junto con la intervención del Banco de Inglaterra, parecen haber contenido los efectos negativos iniciales.

En el caso europeo, desde el final de 2021 se ha producido solo un aumento contenido de los diferenciales de coste de la deuda soberana (aprox. 38 pb en el caso de España). En este sentido, la aprobación por parte del BCE en julio de este año del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés) supone un importante elemento de mitigación de esta vulnerabilidad.

En conjunto, las expectativas de evolución del endeudamiento público en España siguen situándolo en niveles elevados en los próximos años (véase gráfico 6). De este modo, se mantendría como una vulnerabilidad frente al potencial deterioro de las condiciones de financiación, siendo limitado el espacio fiscal para reaccionar ante la materialización de nuevos riesgos.

En el contexto actual de elevada inflación y endeudamiento público, las medidas de política fiscal han de ser focalizadas y centrarse en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación. Además, las medidas deben ser de carácter temporal para evitar un incremento adicional del déficit público estructural.

En paralelo, se hace necesario iniciar un proceso de consolidación fiscal que permita la reducción gradual de los desequilibrios fiscales actuales y ganar margen de maniobra para poder reaccionar ante futuras perturbaciones. En este sentido, hay que tener en cuenta que el despliegue de los proyectos de inversión asociados al programa europeo Next Generation EU (NGEU) ya supone —incluso aunque la ejecución de dicho programa esté sufriendo algunos retrasos— un impulso fiscal

apreciable. Por lo tanto, la combinación de un uso intensivo de los fondos europeos —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio del proceso de consolidación fiscal permitiría mantener un cierto apoyo a la actividad económica —que puede ser necesario en un contexto en el que todavía no se han alcanzado los niveles de PIB previos a la pandemia — mientras se inicia una reducción gradual del elevado déficit público estructural que actualmente presentan las finanzas públicas en España.

En todo caso, hay que enfatizar que compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. El papel de los fondos NGEU puede ser, de nuevo particularmente relevante para acompañar y financiar las reformas estructurales necesarias.

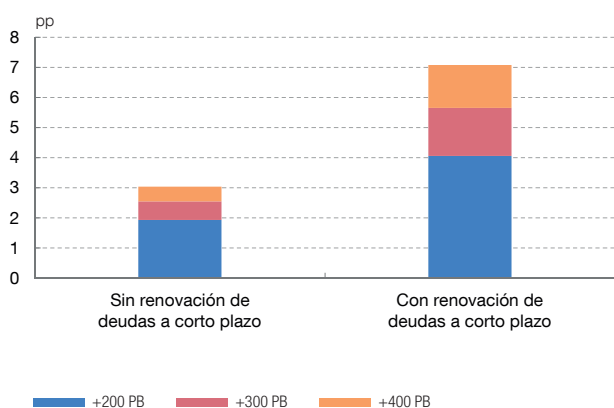
V2. Debilidad financiera de hogares y empresas.

La recuperación de la facturación y de los beneficios del sector empresarial continuó durante la primera mitad de 2022, en particular en aquellos sectores que habían sido más afectados por la pandemia y que ahora se han beneficiado en mayor medida de la eliminación de las restricciones sanitarias. Con los datos más recientes, sólo se aprecian ciertas señales de deterioro financiero durante los seis primeros meses del año en sectores sensibles a los costes energéticos y menos afectados por la evolución de la situación sanitaria (por ejemplo, la industria química, la de fabricación de plásticos, el sector maderero o el metalúrgico).

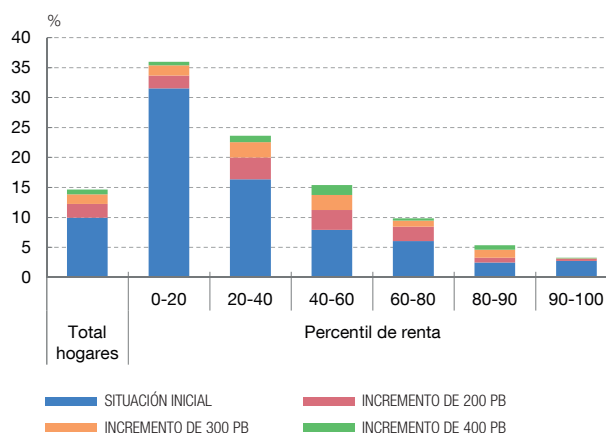
Sin embargo, la agudización de las presiones inflacionarias y el endurecimiento de las condiciones de financiación han generalizado las vulnerabilidades financieras más allá de los sectores empresariales más afectados por la pandemia o con mayor dependencia de los insumos energéticos. El incremento de los costes de la energía y de otros insumos de producción generará una reducción más general de las rentas reales empresariales, con la consiguiente disminución de la capacidad de pago de estos agentes. Los riesgos sobre el crecimiento de la actividad podrían limitar también la capacidad de las empresas de compensar los mayores costes mediante el crecimiento de la facturación.

Los costes de financiación bancaria se han ido elevando gradualmente para las empresas hasta agosto de 2022, observándose sólo un traslado parcial, e inferior a la experiencia histórica, del aumento de los tipos de interés de mercado. El coste de financiación empresarial en los mercados mayoristas sí ha aumentado ya de forma más marcada, en parte por el incremento de las primas de riesgo corporativas.

7 AUMENTO ESTIMADO DE LA CARGA FINANCIERA MEDIANA DE LAS EMPRESAS POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a) (b)



8 IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (c) (d)



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2017).

- a La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Para este cálculo se excluyen las empresas con gastos financieros nulos.
- b En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y de los créditos a largo plazo y tipo flexible. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo.
- c El aumento de los gastos por servicio de la deuda se calcula para los hogares con deudas a tipo flexible. Se supone que las subidas de los tipos de interés a corto plazo se trasladan completamente al tipo de interés de las deudas a tipo de interés variable.
- d La carga financiera neta se considera elevada cuando la ratio (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %. Se excluyen de este cálculo las familias sin deuda.

Conforme se prolongue e intensifique el aumento de los tipos de interés, y sea necesaria la renovación de la deuda empresarial con plazos más cortos, se anticipa un mayor repunte de los riesgos de liquidez y de la presión financiera sobre las empresas (véase gráfico 7). En este sentido, la obtención en años recientes de financiación a medio y largo plazo mediante préstamos con garantía pública, en un porcentaje elevado a tipo fijo, mitigaría estos repuntes.

Por su parte, los hogares, venían experimentando mejoras sostenidas de su renta bruta en los últimos trimestres, sobre todo por el buen comportamiento del mercado de trabajo. En el segundo trimestre del año su renta bruta disponible se situaba un 3,2 % por encima de los niveles registrados antes de la crisis sanitaria, en términos nominales. Adicionalmente, se ha observado una acumulación de ahorro y de activos financieros en los últimos años, aunque de forma heterogénea entre hogares según los distintos niveles de renta.

A pesar de ello, la elevada inflación y el incremento de los tipos de interés estarían elevando ya el grado de presión financiera soportada por los hogares, especialmente entre aquellos de menor renta. En particular, el incremento de los precios energéticos estaría dando lugar a una reducción del ahorro entre los hogares con mayores recursos financieros, y forzando una reducción del consumo de bienes no energéticos entre aquellos de menor renta. La traslación de la subida de los tipos de

interés de mercado al coste de la financiación bancaria de los hogares ha sido todavía moderada. Sin embargo, se espera un mayor encarecimiento de los préstamos en los próximos trimestres, en particular, conforme las revisiones de tipos hipotecarios incorporen las alzas del euríbor, lo que aumentaría la presión financiera sobre los hogares (véase gráfico 8). El aumento de la proporción de hipotecas a tipo fijo en años recientes, hasta alcanzar el 27,1 % del *stock* en agosto de 2022, supondría un cierto factor mitigador a este respecto. Los riesgos sobre el crecimiento económico pueden, además, traducirse en un aumento del desempleo, presionando adicionalmente las rentas y la capacidad de pago de los hogares.

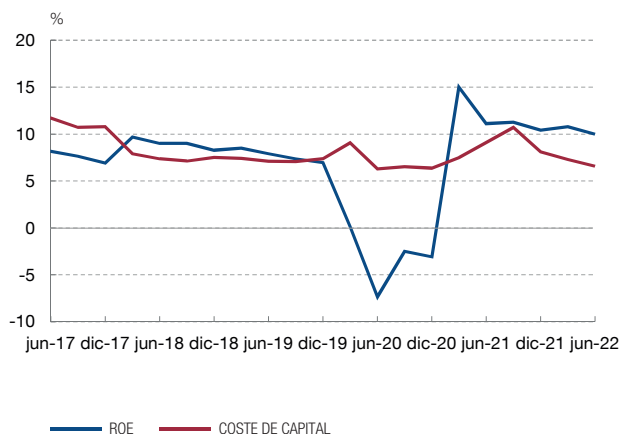
A pesar de que la presión financiera sobre hogares y empresas se incrementa de forma más generalizada, sigue siendo necesario monitorizar la heterogeneidad en su evolución, detectando los segmentos más vulnerables y midiendo su alcance sobre la estabilidad financiera.

V3. Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero.

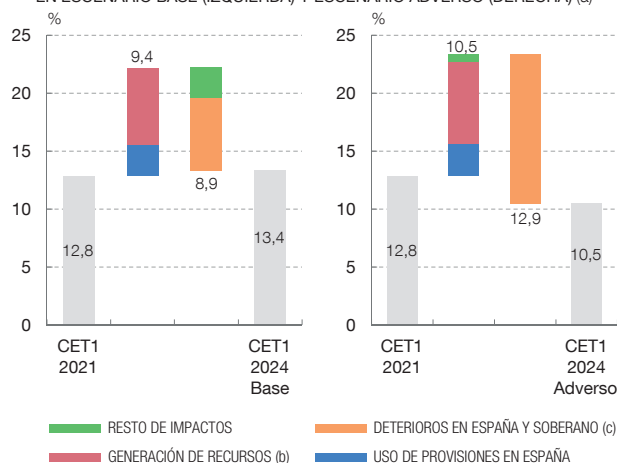
Con los datos disponibles del segundo trimestre de 2022, se observa que el sector bancario español ha mantenido los niveles de rentabilidad alcanzados en 2021, que ya marcaron la superación de los efectos negativos de la crisis sanitaria. Así, el ROE observado hasta junio de 2022 (10 %) se situaba con holgura por encima del coste del capital medio (7 %) estimado para el primer semestre del año, en contraste con períodos previos (véase gráfico 9), proporcionando señales positivas sobre la capacidad de generación de capital. En este mismo sentido, los resultados del tercer trimestre para las entidades cotizadas confirman la evolución favorable de la rentabilidad bancaria observada en la primera mitad del año. En paralelo, el nivel de capital de las entidades supera al observado antes de la pandemia y los niveles de morosidad han seguido reduciéndose.

A pesar de esta situación actual favorable del sector bancario, el entorno macrofinanciero global puede tener un impacto significativo negativo sobre la cuenta de resultados de los bancos. Por un lado, el aumento de los tipos de interés elevará los ingresos de los bancos, pero, por otro, también presionará al alza sus costes de financiación. Factores como una situación actual de liquidez holgada del sector bancario y el nivel negativo de los tipos del que parte el actual ciclo de subidas han contribuido a que hasta ahora los tipos de los depósitos bancarios no hayan reflejado el aumento de los tipos de mercado. Sin embargo, es esperable que se produzcan mayores traslaciones futuras del incremento de los tipos de interés al coste de los depósitos, que serían más elevadas en escenarios macrofinancieros más adversos. Además, el aumento de los costes de financiación de hogares y de empresas y la desaceleración de sus ingresos reducirá su capacidad de pago, lo que podría elevar los costes bancarios en términos de dotaciones por deterioros financieros.

9 EVOLUCIÓN DEL ROE Y DEL COSTE DE CAPITAL EN EL SECTOR BANCARIO



10 PRUEBAS DE RESISTENCIA FLESB. IMPACTO SOBRE LA RATIO DE CET1 EN ESCENARIO BASE (IZQUIERDA) Y ESCENARIO ADVERSO (DERECHA) (a)



FUENTE: Banco de España.

- a 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 2021 y 2024 y el efecto de los avales del ICO. Resultados agregados, incluyendo entidades bajo supervisión directa tanto del MUS como del Banco de España.
- b 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 en la cartera de soberano, que son el foco de estos ejercicios.
- c 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).

En este contexto, se encuentra en discusión en el Parlamento una propuesta legislativa para llevar a cabo un gravamen fiscal temporal (en 2023 y 2024) sobre los bancos que alcanzasen un determinado nivel de ingresos por intereses y comisiones en 2019 (800 millones de euros). La base del gravamen sería el margen de intereses y las comisiones netas en 2022 y 2023 y el tipo impositivo, el 4,8%. Se espera que recaude 1,5 mm de euros en cada año, que minorarían la cuenta de resultados del sector.

Por otro lado, en relación con el sector financiero no bancario, existe cierta preocupación a nivel global sobre determinados fondos de inversión abiertos que han acumulado exposiciones al riesgo en los últimos años y que cuentan con posiciones de liquidez muy ajustadas⁴. En España, los fondos de inversión mantienen unas posiciones de liquidez más amplias. Sin embargo, tanto ellos como otros intermediarios financieros españoles y, en particular, el sector bancario, pueden verse afectados, en particular en el valor de sus tenencias de instrumentos financieros y en sus condiciones de financiación, por correcciones en los mercados financieros mundiales propiciadas por las potenciales tensiones que se pueden generar en estos segmentos de la intermediación financiera no bancaria donde se han acumulado mayores riesgos.

4 El Fondo Monetario Internacional analiza este riesgo global en detalle en el [Capítulo 3](#) de su último Informe de Estabilidad Financiera Global.

Como ya se señalaba en el IEF publicado en primavera de este año, las entidades bancarias, ante la extraordinaria incertidumbre actual, deben mantener un posicionamiento prudente, con un reconocimiento adecuado y temprano de los riesgos, que preserve la confianza en el sector y la capacidad de sostener el flujo de financiación a la economía. En particular, resulta fundamental mantener una elevada prudencia en sus políticas de provisiones y de planificación de capital.

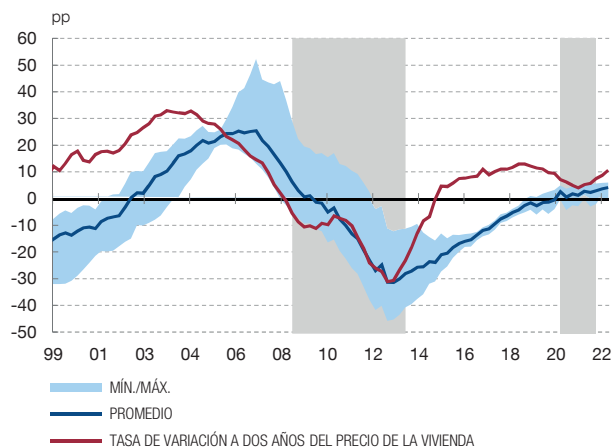
Las pruebas de resistencia realizadas por el Banco de España ante un potencial escenario de tensión derivado de la materialización de los riesgos actuales sobre la evolución del crecimiento, la inflación y las condiciones financieras indican que la solvencia agregada del sector se mantiene en niveles adecuados (véase gráfico 10), pero con heterogeneidad entre las entidades. Estos ejercicios señalan un impacto contrapuesto de los incrementos de tipos de interés sobre la capacidad de generación de margen de interés, que mejoraría, y sobre las dotaciones por provisiones, que empeorarían de manera notable. En cualquier caso, si las subidas ocurren dentro de un escenario adverso, con contracción del PIB y tensionamiento de las primas de riesgo, los resultados indican un efecto neto negativo sobre la rentabilidad y el capital del sector.

V4. Signos incipientes de desequilibrios inmobiliarios.

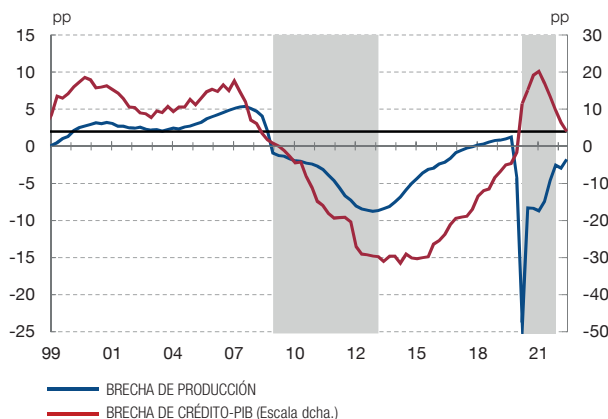
El Banco de España continúa realizando un seguimiento estrecho de la situación del mercado inmobiliario. Los precios de la vivienda mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado durante el segundo trimestre de 2022, con una variación interanual del 8 %, ligeramente inferior al 8,5 % del trimestre anterior. En este sentido, los indicadores sobre desequilibrios en los precios de este mercado continúan mostrando señales de sobrevaloración, ya advertidas desde mediados de 2021 (véase gráfico 11). Estas señales siguen estando contenidas por el momento.

En cuanto a los indicadores de actividad, las compraventas de viviendas continuaron creciendo con fuerza en el segundo trimestre de 2022 (19,7 % en términos interanuales), debido principalmente a las operaciones sobre vivienda usada. Sin embargo, los datos de julio y agosto, con crecimientos interanuales del 8 % y 14,9 % respectivamente, sugieren una ralentización que habrá que confirmar en los próximos meses. De modo coherente con la expansión de las transacciones, el aumento del flujo de crédito nuevo para la compra de vivienda se situó en el 10,9 % en el segundo trimestre de 2022. Sin embargo, dados el elevado volumen de amortizaciones y el peso relativamente reducido del crédito nuevo sobre el saldo del crédito hipotecario, este último creció solamente un 1,3 % interanual en junio de 2022. El crédito para actividades de construcción y promoción siguió contrayéndose hasta junio de 2022, con una variación interanual del -6,7 %, en consonancia con la evolución negativa de la oferta de vivienda nueva.

11 INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a) (b)



12 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a 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 surgimiento del COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a junio de 2022.
- b 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 iv). En todos los casos, 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. Tanto los indicadores i) a iv) como la tasa de variación a dos años del precio de la vivienda comparten un valor de equilibrio de 0.
- 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 2022. 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 la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal negra representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2pp para la brecha crédito-PIB.

Los estándares de concesión de crédito en relación a los valores del colateral de las nuevas hipotecas residenciales no han experimentado variaciones significativas durante 2022. En particular, a pesar del comportamiento fuertemente expansivo del volumen de transacciones desde 2021, no se observa una mayor proporción de hipotecas con valores elevados de las ratios de préstamo sobre el valor tasado o el precio de la vivienda (LTV y LTP, por sus siglas en inglés). Sin embargo, las ratios de precio de la vivienda y de importe medio de las nuevas hipotecas sobre la renta disponible media de los hogares han mostrado un aumento sostenido desde 2014 y merecen particular atención. Además, se observa una mayor concentración de ratios elevadas de préstamo sobre renta disponible (LTI, por sus siglas en inglés) entre los hogares con menor nivel de renta, que pueden ser más vulnerables ante la materialización de riesgos macroeconómicos.

Como ya se ha mencionado, el aumento de los tipos de referencia se ha trasladado solo de forma moderada a los tipos de interés de las hipotecas nuevas hasta finales del segundo trimestre de 2022. Además, los diferenciales de estos tipos respecto a los de referencia continuaban estrechándose, en particular en las operaciones a tipo

fijo, lo que implica ciertos riesgos sobre su rentabilidad ante los posibles repuntes de los costes de financiación bancaria.

En este contexto, el endurecimiento de las condiciones monetarias y el aumento de la incertidumbre, contribuirían a limitar la acumulación de riesgos inmobiliarios en el corto plazo. En particular, podrían revertir la tendencia descendente de los diferenciales de tipos de interés en los próximos trimestres. Sin embargo, no se puede descartar que, ante la materialización de riesgos macroeconómicos sobre el crecimiento y la inflación general, los signos incipientes de desequilibrios contribuyan a una cierta amplificación de los efectos negativos sobre la actividad económica y la solvencia del sector bancario.

Orientación de la política macroprudencial

En el IEF de primavera de 2022, se argumentaba que el incremento de la incertidumbre y la ausencia de señales de acumulación de desequilibrios financieros sistémicos en España aconsejaban mantener una orientación relajada de la política macroprudencial. Desde entonces, el grado de incertidumbre se ha incrementado, y han aumentado de forma especial los riesgos a corto plazo vinculados a un mayor repunte de la inflación y al freno del crecimiento económico. Además, no se aprecia un incremento generalizado de las señales de desequilibrios financieros (véase gráfico 12).

Estos desarrollos refuerzan la conveniencia de no activar medidas macroprudenciales, como los requisitos de capital o la limitación de estándares de concesión en España. En particular, la evaluación realizada de los indicadores disponibles es consistente con el mantenimiento actual del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) en el 0 %. La activación de estas medidas en este momento podría llegar a ser pro-cíclica y a frenar la concesión de crédito en un período de materialización de riesgos vinculados a la actividad real y, en particular, a las tensiones de suministro en los mercados de bienes energéticos. En cualquier caso, se hace necesario mantener una monitorización estrecha de los indicadores de acumulación de riesgo sistémico (por ejemplo, el aumento de los tipos de interés previsiblemente elevará la ratio de servicio de la deuda en los próximos trimestres), con atención especial al sector inmobiliario residencial y a las condiciones de concesión de los préstamos.

Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico

El 22 de septiembre la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), emitió un aviso sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la UE (véase el capítulo 3.1). La valoración de la JERS de los riesgos para la estabilidad financiera a nivel europeo es coherente con la evaluación realizada por el Banco de España en este mismo informe. Como también se advierte en el Aviso de la JERS, y en un comunicado relacionado del Consejo de Gobierno del BCE, es necesario y deseable que la

respuesta nacional de la política macroprudencial ante este entorno de incertidumbre se ajuste a las condiciones específicas, estructurales y cíclicas de cada país, y, en particular, a la intensidad de los desequilibrios detectados. En este contexto, el mantenimiento del CCA en el 0% y la ausencia de activación de otras medidas macroprudenciales se apoyan en el análisis específico de las condiciones en España, que difieren significativamente de las existentes en otros países europeos, que acumulan mayores signos de desequilibrio, en particular en el sector inmobiliario.

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

A pesar del crecimiento económico observado durante la primera mitad del año, la fuerte alza de los precios de consumo y de los insumos de las empresas habría contribuido a un cierto deterioro de la posición económica y patrimonial de empresas y hogares, en particular, de algunos segmentos más vulnerables. A ello se añadiría el efecto adverso del aumento de los tipos de interés sobre la renta disponible de los agentes endeudados. El impacto sobre el servicio de la deuda hasta ahora ha sido muy moderado, pero cobrará importancia en los próximos meses a medida que se vaya completando la traslación del incremento de los tipos de mercado al coste de la deuda y continúe el proceso de normalización de la política monetaria. A corto y medio plazo se prevé una notable desaceleración de la actividad económica, tanto en España como a nivel global. El alcance de esta desaceleración es muy incierto, y no se pueden descartar escenarios macroeconómicos adversos que impliquen una contracción de la actividad si se materializan determinados riesgos, vinculados principalmente con las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania. Bajo estos escenarios se produciría un deterioro adicional de la capacidad de repago de las deudas por parte de empresas y de hogares, que podría incidir negativamente sobre los balances de las entidades financieras. El impacto adverso que ello tendría sobre la estabilidad financiera se podría ver amplificado por la posibilidad de que se produzcan caídas adicionales en los precios de los activos financieros y de que estas se extiendan a los reales, especialmente si la corrección fuera desordenada. En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos disponibles, la actividad y los precios mantienen todavía unos ritmos de avance elevados, aunque existen algunos indicios de ralentización que habrá que esperar a que se confirmen con nueva información. De hecho, es esperable que el aumento de la incertidumbre, la reducción de la renta real de los hogares y las condiciones de financiación más estrictas frenen la evolución expansiva de este mercado en los próximos trimestres.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

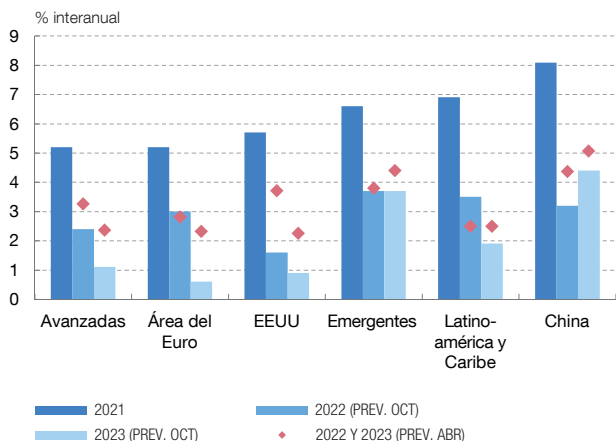
Los meses transcurridos de 2022 han estado marcados por el estallido de la guerra en Ucrania, que ha impulsado significativamente el precio de las materias primas energéticas y de los alimentos, y ha exacerbado las tensiones inflacionistas globales. La prolongación del conflicto bélico —con el cierre progresivo de las exportaciones de gas y de petróleo de Rusia— y la persistencia de tasas de inflación elevadas han afectado negativamente a la actividad económica mundial, que se ha desacelerado más de lo previsto.

Gráfico 1.1

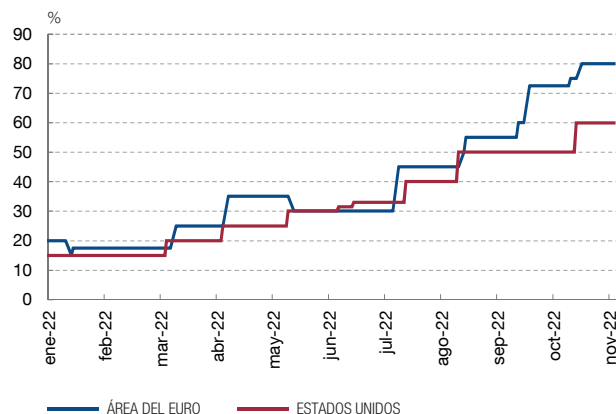
SE RALENTIZA LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL EN UN ENTORNO DE MAYOR INFLACIÓN Y DE ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las previsiones de crecimiento se han reducido desde el último Informe y han aumentado las probabilidades de recesión en las economías avanzadas. Las tasas de inflación han sorprendido al alza y han llevado a políticas monetarias más restrictivas en las principales economías.

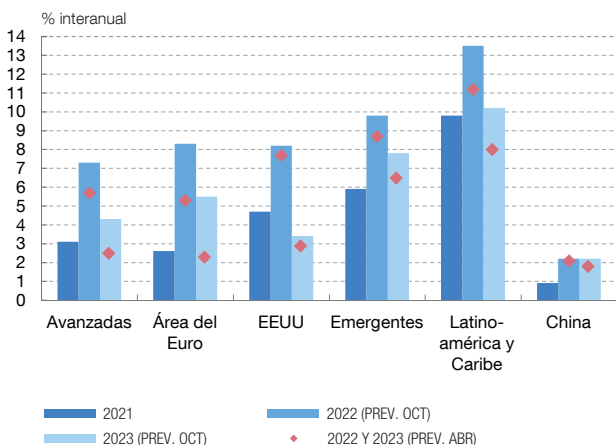
1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB (2021-2023)
FMI WEO Octubre 2022



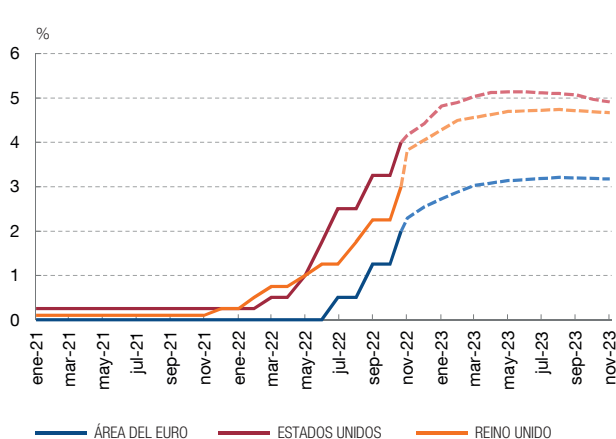
2 PROBABILIDAD DE RECESIÓN A UN AÑO. ÁREA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS (a)



3 INFLACIÓN (2021-2023)
FMI WEO Octubre 2022



4 POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg, estadísticas nacionales y Refinitiv.

- a Estos indicadores se basan en las respuestas a encuestas realizadas por Bloomberg sobre la probabilidad de una recesión en el plazo de un año. Los índices utilizados son: US Recession Probability Forecast Index y Eurozone Recession Probability Forecast Index.
- b Las líneas discontinuas se refieren a expectativas basadas en futuros. Se utilizan los siguientes índices: 3 Month Sonia Index, 30 day Federal Funds Composite (Chicago Board of Trade) y euríbor a tres meses.

Las perspectivas de crecimiento en 2022 y 2023 han empeorado en casi todas las áreas, principalmente en las economías avanzadas (véase gráfico 1.1.1). A pesar de cierto alivio en los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de valor desde 2021, el aumento de la inflación —que ha dado lugar a una caída de la renta real disponible y a un endurecimiento de las condiciones de financiación— ha incrementado la probabilidad de recesión en las principales economías desarrolladas

(véase gráfico 1.1.2). De hecho, Estados Unidos experimentó sendos retrocesos del producto interior bruto (PIB) en el primer y en el segundo trimestres de este año, si bien en el tercer trimestre el crecimiento volvió a tasas positivas. En el área del euro se ha producido una ralentización de la actividad en el tercer trimestre y se espera una profundización de estas dinámicas en el cuarto trimestre de 2022 y en el primer trimestre de 2023, tras un primer semestre de 2022 expansivo gracias al impulso de la reapertura plena de los sectores económicos más afectados por la pandemia. Las proyecciones más recientes de los distintos organismos internacionales y analistas se han revisado notablemente a la baja apuntando a una situación cercana al estancamiento del PIB de esta área en 2023, tras un crecimiento en torno al 3 % en 2022.

Los riesgos para el crecimiento global se orientan claramente a la baja. En el área del euro, la principal fuente de riesgo se asociaría a las consecuencias inciertas de la reducción drástica del suministro de gas proporcionado por Rusia y dependería también del grado de severidad climática del invierno. Europa está particularmente expuesta a los efectos derivados de la invasión de Ucrania, debido a su cercanía geográfica y, especialmente, a la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde Rusia. Más en general, el aumento de las tensiones geopolíticas en distintas partes del mundo podría afectar, a medio plazo, a la globalización de la economía mundial, exacerbando los problemas de cuellos de botella (véase recuadro 1.1). Otra fuente de riesgos provendría del alza sincronizada de tipos de interés y del consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras, en un entorno de elevado endeudamiento público y privado en numerosas economías. Además, una brusca desaceleración en China, en el contexto de su estrategia COVID-cero y de la crisis de su sector inmobiliario, podría tener efectos adversos sobre la economía y el comercio mundiales.

La inflación global ha seguido siendo elevada desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) en primavera, con sucesivas revisiones al alza de las previsiones. La persistencia de las tensiones inflacionistas responde a distintos factores, entre los que destacan las interrupciones en las cadenas de suministro globales, el aumento de los precios de la energía a raíz de la invasión rusa de Ucrania, la fuerte recuperación de la demanda desde 2021 y, en algunos casos, como Estados Unidos, el aumento de los costes laborales. Las previsiones de inflación para 2022 y 2023 se han revisado al alza de forma generalizada (véase gráfico 1.1.3), aunque se espera una moderación a partir del próximo año. En el área del euro, el significativo aumento del precio de los alimentos y la depreciación del tipo de cambio frente al dólar han sido factores adicionales de persistencia de la inflación. El reciente abaratamiento de los inputs energéticos podría aliviar las presiones inflacionistas si se mantiene en el tiempo. Las previsiones de inflación más recientes se han revisado significativamente al alza y sitúan la inflación del área del euro por encima del 8 % en 2022 y del 5 % en 2023.

En respuesta a una inflación elevada y persistente, los bancos centrales han endurecido el tono de la política monetaria con cierta sincronización. Así, por

ejemplo, entre las principales economías avanzadas, la Reserva Federal, el BCE o el Banco de Inglaterra¹ han intensificado el ritmo de subidas de tipos de interés (véase gráfico 1.1.4), con el objetivo de reconducir la inflación hacia valores compatibles con los objetivos de la política monetaria y de mantener ancladas las expectativas. Los aumentos de los tipos de interés oficiales, que se espera que continúen en los próximos meses, junto con la ampliación de las primas de riesgo por la mayor incertidumbre, se han traducido en condiciones financieras globales más estrictas y en un incremento generalizado, pero desigual entre países, de los costes de financiación de empresas y de hogares en un contexto, también general, de elevado endeudamiento privado y público. Si bien hay coincidencia en la dirección de las medidas, las diferencias en la intensidad de las subidas de tipos de interés y en las fechas de anuncio implican asimismo cierta heterogeneidad en los efectos de los ajustes monetarios en las distintas economías avanzadas. Estas diferencias están teniendo también un reflejo en la evolución de los tipos de cambio, afectados asimismo por los efectos heterogéneos del incremento de los precios de las materias primas en los distintos países y áreas geográficas.

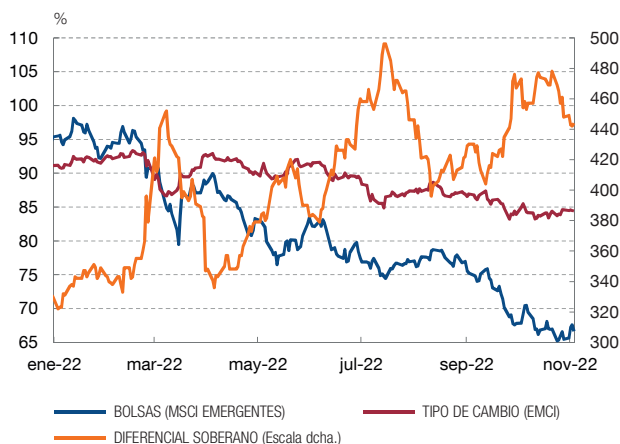
Las políticas monetarias globales más restrictivas y la apreciación del dólar han dado lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes. Así, estas han registrado en los meses transcurridos de 2022 caídas de las cotizaciones bursátiles, aumentos de las primas de riesgo y salidas de capitales (véase gráfico 1.2.1). Los mercados en América Latina tuvieron, en general, un mejor desempeño relativo, al verse favorecidos por el alza de los precios de las materias primas y por la reacción anticipada de su política monetaria. Mientras, el comportamiento fue más negativo en Europa del Este y, especialmente, en China, que registró fuertes salidas de capitales de cartera. La escalada de la inflación en las economías emergentes podría haber tocado o estar cercana a tocar techo, y el consenso de analistas espera que a finales de 2023 esta se sitúe, en la mayoría de los casos, en valores solo algo por encima de los previos a la pandemia (véase gráfico 1.2.2). En este contexto, los bancos centrales de América Latina y Europa del Este mantuvieron el tono contractivo de la política monetaria (véase gráfico 1.2.3), sumándose, en esta ocasión, las autoridades monetarias de Asia emergente (salvo China, que afronta un fuerte ajuste en su sobredimensionado sector inmobiliario) a esta tendencia (de la que no participaron Rusia y Turquía). El endurecimiento generalizado de las condiciones financieras podría tener efectos particularmente adversos en aquellas economías emergentes con niveles de endeudamiento más elevados y con mayores necesidades de financiación externa. Entre los países de importancia sistémica para la banca española, destaca el caso de Turquía como uno de los países vulnerables.

¹ No obstante, el Banco de Inglaterra también tuvo que intervenir comprando títulos de deuda pública para estabilizar los tipos de interés de más largo plazo y el tipo de cambio tras la reacción de los mercados financieros a los anuncios del anterior Gobierno Británico de una política fiscal más expansiva.

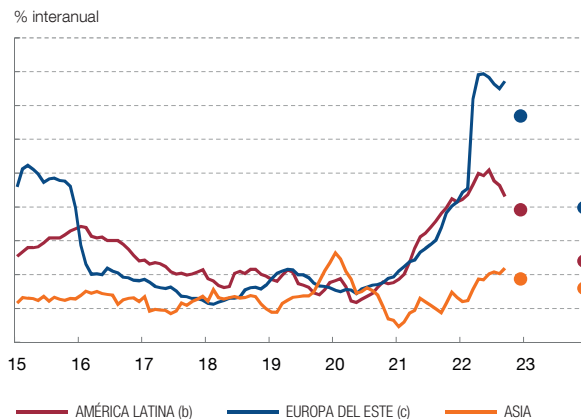
EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SE MANTIENE EL TONO CONTRACTIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA, EN UN CONTEXTO DE CIERTA CONTENCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LAS TENSIONES FINANCIERAS

Los mercados financieros de las economías emergentes se han visto muy afectados por el tensionamiento de las condiciones financieras globales durante 2022, aunque se observan ciertas señales de contención en los meses más recientes. Las tasas de inflación habrían alcanzado un máximo en junio, y las proyecciones las sitúan al final de 2023 en niveles próximos a los previos a la pandemia, excepto en Europa del Este. Los bancos centrales mantuvieron un tono muy contractivo de la política monetaria, con la notable excepción de Turquía, y con la finalización en septiembre del ciclo de subidas en Brasil, el país que inició antes el ciclo restrictivo.

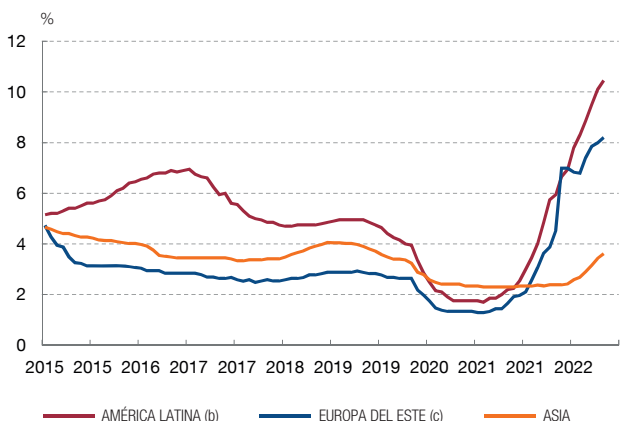
1 CONDICIONES FINANCIERAS



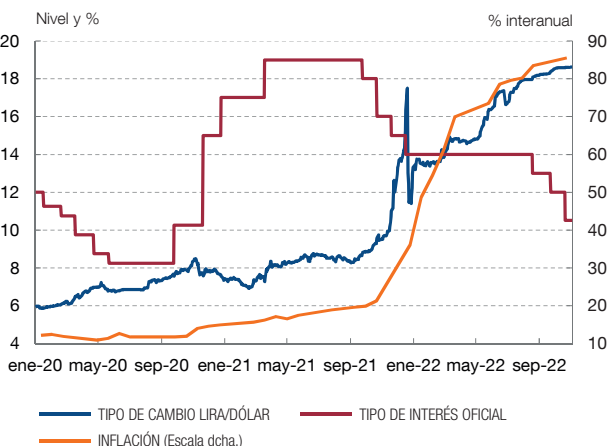
2 INFLACIÓN (a)



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 TURQUÍA: INFLACIÓN, TIPO DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y estadísticas nacionales.

- a Los puntos representan la expectativa de inflación a finales de 2022 y de 2023, según los analistas de Consensus, en octubre de 2022.
- b Sin Argentina.
- c No incluye Turquía.

En relación con la evolución reciente de los principales países emergentes con exposición de los bancos españoles, se pueden destacar los siguientes aspectos:

En **México**, a pesar de que el PIB todavía no ha alcanzado los niveles previos a la pandemia, el banco central siguió endureciendo el tono de la política monetaria con el objetivo de contener la elevada inflación, cuyo componente subyacente alcanzó

tasas por encima del 8 % en agosto. Por su parte, el crédito al sector privado mantuvo un escaso dinamismo, especialmente el dirigido a empresas, en un contexto de baja tasa de morosidad y altas ratios de solvencia y de liquidez.

La economía de **Brasil** registró un repunte mayor de lo esperado en el primer semestre, impulsada por el consumo privado. La tasa de inflación comenzó a moderarse a partir de abril, gracias especialmente a las reducciones de impuestos introducidas por el Gobierno para contener los precios de los combustibles. No obstante, el componente subyacente de la inflación se ha mantenido por encima del 8 %. El banco central continuó aumentando el tipo de interés oficial, si bien a menor ritmo que en los meses previos, hasta situarlo en el 13,75 % en agosto de este año. Las perspectivas de Brasil están condicionadas, además de por los riesgos comunes a las otras economías de la región, por el curso de la política fiscal, en un país con un endeudamiento público muy elevado y con un coste creciente de financiación del mismo, al estar indiciado en buena medida a los tipos de interés oficiales y a la tasa de inflación.

En **Turquía**, la economía siguió mostrando un gran dinamismo en la primera mitad del año, con un crecimiento del PIB del 7,5 % interanual, al tiempo que se producían deterioros adicionales de algunos de sus principales desequilibrios (véase gráfico 1.2.4). Así, la inflación continuó repuntando, hasta situarse en el 85,5 % interanual en octubre, pese a lo cual el banco central recortó su tipo de interés de referencia en un total de 250 puntos básicos (pb) en sus tres últimas reuniones de política monetaria, hasta situarlo en el 10,5 %. Por otra parte, el banco central introdujo medidas para controlar el crecimiento del crédito (salvo el dirigido a empresas de sectores de interés) y limitar su coste. Por último, el encarecimiento de las importaciones energéticas y el incremento de las importaciones de oro, posiblemente por su función de activo refugio, han ampliado el déficit de la balanza por cuenta corriente, que se situó en el 4,8 % del PIB a mediados de año.

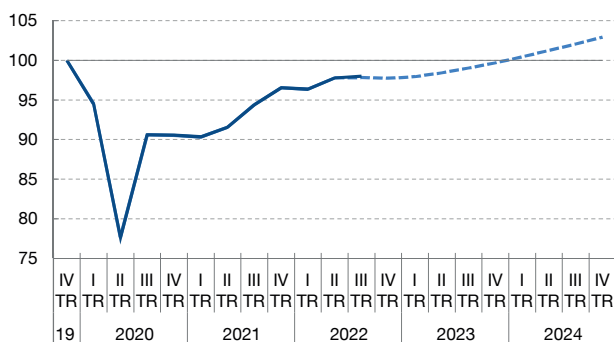
1.1.2 España

Tras el repunte de la actividad en el segundo trimestre, la economía española ha perdido dinamismo en el tercero, debido a los efectos de la inflación sobre las rentas de hogares y de empresas. A pesar del impulso del gasto turístico en ausencia de restricciones sanitarias, se ha registrado una ralentización de la economía española en el tercer trimestre, lastrada por los mismos factores que afectan a la actividad global. Las altas tasas de inflación se han extendido progresivamente a un conjunto cada vez más amplio de bienes y servicios, con un impacto heterogéneo por colectivos. Los hogares con menor renta han sufrido una inflación superior como consecuencia de que el gasto en bienes de primera necesidad, que son los que han mostrado un mayor encarecimiento relativo

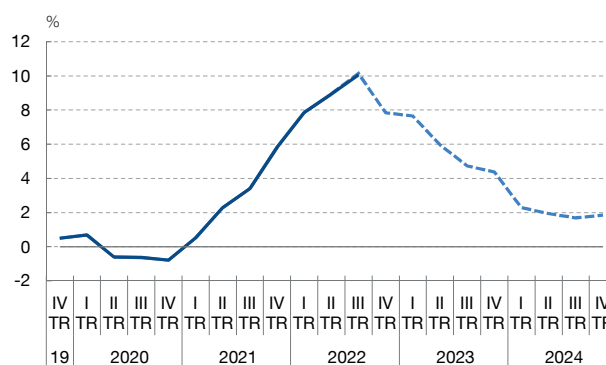
LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ESTÁ ACUSANDO LOS EFECTOS ECONÓMICOS DE LA GUERRA EN UCRANIA, A TRAVÉS DEL IMPACTO DE UNA INFLACIÓN MÁS ALTA Y DURADERA DE LO ANTICIPADO Y DEL DETERIORO DEL ENTORNO EXTERIOR SOBRE EL PODER ADQUISITIVO DE LOS AGENTES Y SU CONFIANZA

Desde el último IEF publicado, el deterioro de las perspectivas económicas ha llevado a una revisión a la baja del crecimiento y al alza de la inflación. Un eventual recrudecimiento de los efectos de la crisis energética, por un racionamiento severo del gas en Europa, se configura como el principal riesgo a la baja para el crecimiento de la economía española. Sin embargo, existen algunos elementos de soporte, como la ejecución de los proyectos vinculados al NGEU, la disolución gradual de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor o el dinamismo esperado del gasto turístico foráneo.

1 PIB REAL DE ESPAÑA. NIVEL (a)
(IV TR 2019 = 100)



2 INFLACIÓN GENERAL (a)



--- PROYECCIONES DE OCTUBRE — OBSERVADO

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se representan los datos de PIB e inflación observados hasta el tercer trimestre de 2022 y, a partir del segundo trimestre de este año, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de octubre de 2022.

recientemente, tiene un mayor peso en su cesta de la compra. El consumo podría verse afectado de modo adicional, ya que el entorno actual de elevada incertidumbre puede provocar un aumento del ahorro por motivo precautorio, que busque amortiguar posibles deterioros adicionales de las rentas.

En el medio plazo, el crecimiento económico se ha revisado a la baja, debido también al impacto de una inflación más alta y persistente de lo esperado. De acuerdo con las últimas previsiones del Banco de España, el PIB cerrará el año 2022 alrededor de 2,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del nivel anterior a la irrupción de la pandemia (véase gráfico 1.3.1)². Además, en adelante la recuperación será menos intensa que la proyectada anteriormente, debido al fuerte ascenso de los precios y de los costes. De hecho, la revisión al alza de la inflación en 2023, tanto en España como en el área del euro, comienza a deberse también a rúbricas de la cesta de consumo diferentes del componente energético, esto es, los alimentos y el componente subyacente. El grado de transmisión de los aumentos

2 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

de los precios energéticos a los precios finales y a los costes habría aumentado en los últimos meses. Su reciente reducción contribuirá a aliviar la presión inflacionaria más adelante, si se mantiene en el tiempo.

El endurecimiento de las condiciones de financiación y el deterioro del entorno exterior también contribuyen a reducir las expectativas de crecimiento. Como ya se ha comentado, la mayor inflación ha llevado, tanto al BCE como a otros bancos centrales, a iniciar la normalización de su política monetaria, elevando los tipos de interés oficiales. Estos aumentos han empezado a trasladarse al coste de la financiación de las empresas y de los hogares españoles, aunque a menor velocidad que en el pasado (véase recuadro 1.2). En cualquier caso, esto tenderá a elevar su carga financiera y a disminuir los recursos disponibles para su consumo e inversión. Asimismo, el notable empeoramiento reciente del contexto exterior también menoscaba las expectativas de las exportaciones españolas, a pesar de la ganancia de competitividad que implica la depreciación del euro frente al dólar.

Algunos factores podrían apoyar la actividad, como los fondos vinculados al programa *Next Generation-EU* (NGEU), la solución paulatina de las disrupciones en las cadenas globales de suministro o la continuación de los flujos de turismo extranjero. La implementación de los proyectos asociados al NGEU³ debería respaldar la actividad a futuro, a pesar de cierto retraso en su ejecución. Asimismo, a pesar de los riesgos identificados, en los últimos datos se observa cierta relajación de los cuellos de botella a nivel global, y el escenario central contempla su disolución gradual a lo largo de 2023. No obstante, la mejora reciente de los plazos de entrega podría ser un síntoma adicional de debilidad de la demanda mundial. A su vez, la resistencia del gasto turístico actuaría también como estímulo adicional de la actividad.

Las perspectivas de la economía española en el escenario central están sujetas a una incertidumbre extraordinaria, y los riesgos se orientan a la baja. El escenario central para España contempla una moderación de la inflación hacia un nivel cercano al 2% en 2024 (véase gráfico 1.3.2). Sin embargo, una eventual intensificación de la guerra en Ucrania, que provocaría mayores distorsiones en el suministro energético de Europa, podría propiciar encarecimientos adicionales de la energía y una inflación más acusada y más persistente que la anticipada. Esto repercutiría sobre la capacidad adquisitiva y sobre la confianza de los agentes, y volvería a incidir negativamente sobre sus decisiones de gasto y sobre el empleo y la actividad. En este escenario adverso, sería también más probable un endurecimiento de las políticas monetarias a nivel global mayor de lo previsto hasta ahora, o alteraciones adicionales en las cadenas de suministro de insumos en las que Rusia y Ucrania son suministradores importantes (no solo de petróleo y de gas,

3 Véase nota anterior.

sino también de cereales o de minerales), lo que podría afectar negativamente a la producción en las ramas de actividad más expuestas.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Las rentabilidades en los mercados monetarios de las economías avanzadas han seguido aumentando como consecuencia, fundamentalmente, del endurecimiento de las políticas monetarias y de las expectativas de los inversores de que los tipos de interés oficiales se elevarán, durante los próximos meses, a un ritmo mayor de lo que se anticipaba anteriormente. El Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos ha acelerado en el período reciente el ritmo previsto de subidas del tipo de interés oficial, con cuatro ascensos consecutivos de 75 pb. En el área del euro, el BCE incrementó los tipos de interés de referencia en 50 pb en la reunión de julio y en 75 pb en las de septiembre y octubre, lo que ha supuesto el mayor aumento en la historia del área del euro. Esta evolución, junto con la expectativa de subidas adicionales de los tipos oficiales en los próximos meses, se ha traducido en ascensos de las rentabilidades interbancarias, con lo que, en la fecha de cierre de este Informe, el euríbor a doce meses se situó en el 2,7 %, unos 325 pb por encima de los niveles de finales de 2021 (véase gráfico 1.4.1). En todo caso, la incertidumbre sobre la política monetaria continúa siendo muy elevada, como se refleja en el repunte de la volatilidad implícita de los swaps 3M1Y⁴, que se mantiene muy por encima de su media histórica (véase gráfico 1.4.1).

El aumento de los tipos de interés oficiales y las expectativas de subidas adicionales se han trasladado también a las rentabilidades de las deudas soberanas. En estos mercados, la pauta creciente de las rentabilidades se ha intensificado desde principios de agosto por el repunte de las tensiones inflacionistas y por los mensajes de algunos bancos centrales, que sugerían que las condiciones monetarias serían más restrictivas de lo previsto. En concreto, las rentabilidades alcanzaron en las referencias a diez años valores del 4,2 % en Estados Unidos y del 2,4 % en Alemania, niveles no observados desde 2010 y 2011, respectivamente (véase gráfico 1.4.2).

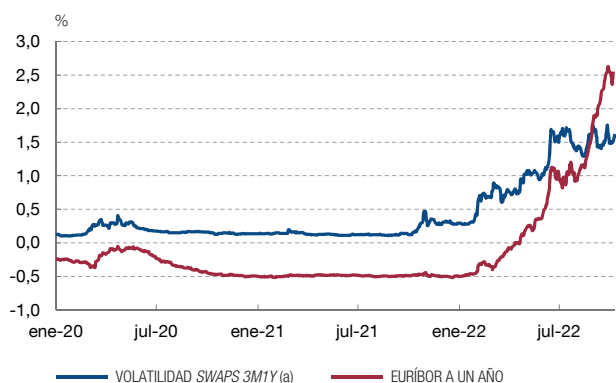
Los diferenciales corporativos y las primas de riesgo de las deudas soberanas de los países del área del euro repuntaron desde finales de abril, pero han mostrado una pauta más contenida recientemente (véanse gráficos 1.4.3 y

4 Volatilidad normalizada *at the money* de opciones con vencimiento a tres meses que tienen como activo subyacente swaps de tipo de interés a un año cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.

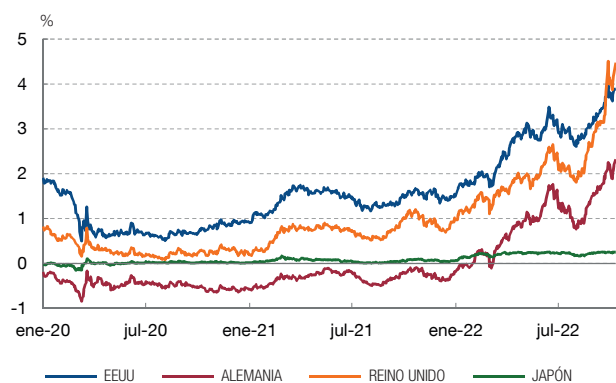
DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES HAN SEGUIDO AUMENTANDO LOS TIPOS DE INTERÉS EN LOS MERCADOS MONETARIOS Y DE DEUDA SOBERANA, Y LAS PRIMAS DE RIESGO EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Las rentabilidades en los mercados monetarios y de deuda soberana a largo plazo de mayor calidad crediticia han seguido aumentando desde la fecha de publicación del último IEF, principalmente como consecuencia del endurecimiento de las políticas monetarias y de la revisión al alza del nivel esperado de los tipos de interés oficiales. En todo caso, la incertidumbre sobre la política monetaria continúa siendo elevada, especialmente en la zona del euro, como se refleja en la volatilidad implícita de los *swaps* 3M1Y, que se sitúa en niveles muy por encima de su media histórica. Los diferenciales corporativos y las primas de riesgo de las deudas soberanas de los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) repuntaron desde abril, pero han mostrado una pauta más contenida recientemente.

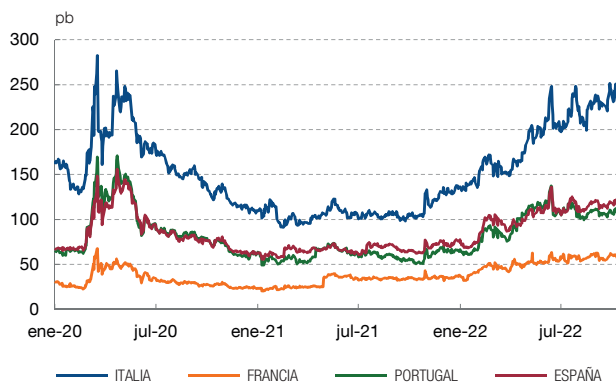
1 UEM: VOLATILIDAD SWAPS 3M1Y Y EURÍBOR A UN AÑO



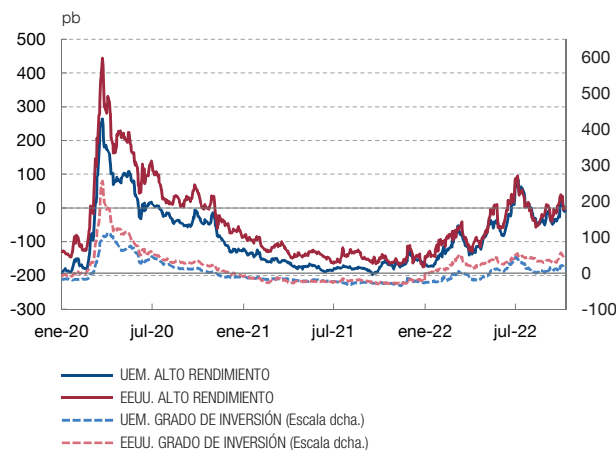
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA



4 DESVIACIONES CON RESPECTO A SU MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Volatilidad normalizada «at the money» de opciones que tienen como activo subyacente *swaps* de tipo de interés a un año cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.
- b Desviaciones calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022. 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.

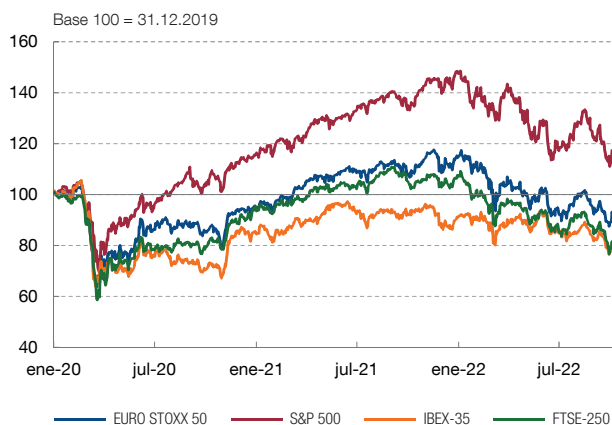
1.4.4). El aumento de las primas de riesgo soberanas se frenó tras el anuncio del BCE de introducir flexibilidad en su política de reinversión de activos y la aprobación de un nuevo instrumento, denominado «instrumento para la protección de la transmisión» (TPI, por sus siglas en inglés). Este instrumento tiene como objetivo asegurar una transmisión efectiva de su política monetaria. En el caso de los

Gráfico 1.5

DESDE EL INICIO DE 2022 SE HAN OBSERVADO DESCENSOS DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES Y UNA FUERTE APRECIACIÓN DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Se han registrado caídas en los principales índices bursátiles, impulsadas por el repunte de los tipos de interés a largo plazo y por la preocupación creciente sobre la evolución económica en distintas áreas. En los mercados de divisas, el dólar estadounidense se ha apreciado frente a las principales monedas, movimiento que se ha intensificado en la segunda quincena de septiembre. Esta evolución respondería al mayor endurecimiento observado y previsto de la política monetaria en Estados Unidos en comparación con el resto de áreas, al menor deterioro relativo de las perspectivas macroeconómicas en esa economía y a la búsqueda de activos refugio.

1 ÍNDICES DE BOLSA



2 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



FUENTES : Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Un aumento (disminución) indica una apreciación (depreciación) del dólar frente al resto de monedas.

diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras, tras el fuerte repunte de junio, se han estrechado posteriormente, y de forma más acusada en el segmento de alto rendimiento, que es el que había experimentado un mayor incremento al inicio del verano.

Los principales índices bursátiles han registrado caídas impulsadas por el repunte de los tipos de interés a largo plazo y por la preocupación creciente sobre la evolución económica en distintas áreas. Las caídas acumuladas desde el último IEF han sido similares por regiones. En Estados Unidos ha podido pesar más el endurecimiento de la política monetaria, mientras que los índices europeos se habrían visto más afectados por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Desde la fecha de publicación del último IEF, los principales índices bursátiles han perdido entre el 8 % y el 17 % de su valor, y los europeos se encontraban por debajo de los niveles de enero de 2020 (véase gráfico 1.5.1).

En los mercados de divisas, el dólar estadounidense se ha apreciado frente a las principales monedas. Estos movimientos responden al mayor endurecimiento observado y previsto de la política monetaria en Estados Unidos en comparación con el resto de las áreas, al menor deterioro de las perspectivas macroeconómicas en Estados Unidos y a la búsqueda de activos refugio por la elevada incertidumbre. El euro se ha

situado en mínimos de 20 años frente al dólar, llegando a cotizar el cambio por unidad de dólar por encima de la paridad (véase gráfico 1.5.2). La depreciación de la libra esterlina se acentuó tras el anuncio del plan de reducción de impuestos por parte del anterior Gobierno Británico, de manera que el tipo de cambio bilateral alcanzó su valor más bajo con respecto al dólar en casi 40 años, rozando la paridad. La intervención del Banco de Inglaterra en el mercado de bonos, la retirada de las medidas de reducción de impuestos y el cambio de gobierno han llevado a que la libra haya revertido gran parte de su depreciación. El tipo de cambio del yen frente al dólar se ha situado en el nivel más bajo desde 1998, lo que ha llevado a las autoridades japonesas a intervenir en el mercado.

El fuerte repunte de los precios de algunas materias primas ha vuelto a generar tensiones en los mercados de derivados que tienen estos productos como subyacente. La escalada de los precios del gas y de la electricidad se ha traducido en fuertes aumentos de la cuantía del colateral exigido a determinadas contrapartes en las cámaras de compensación en las que se liquidan los derivados sobre estas materias primas. Esta situación ha hecho que algunas empresas energéticas que utilizan estos contratos para realizar coberturas hayan tenido dificultades para afrontar dichos pagos. Para paliar estos problemas y evitar interrupciones en el funcionamiento de estos mercados, varios países europeos han adoptado medidas de apoyo públicas a la liquidez de las compañías del sector energético⁵. La reducción reciente de los precios de los inputs energéticos ha aliviado la situación, pero habrá que esperar para confirmar la consolidación de esta tendencia y una disipación más definitiva de este riesgo.

Los precios de los activos financieros podrían prolongar y acentuar la pauta descendente observada durante los últimos meses si se materializan determinados escenarios de riesgo. Bajo un escenario en el que la inflación muestre una mayor persistencia de lo previsto, las políticas monetarias podrían endurecerse más de lo que anticipan los mercados, desencadenándose un repunte adicional de los tipos de interés en los mercados financieros. Esto impactaría negativamente sobre el precio de los bonos de alta calidad crediticia y también sobre el de los activos con riesgo, a través del aumento de la tasa de descuento implícita en estas valoraciones. El precio de estos activos con riesgo también podría descender en un escenario de mayor incertidumbre y de menor crecimiento económico a través del impacto adverso que tendría sobre los beneficios futuros esperados de las empresas y/o del aumento de las primas de riesgo. Estas dinámicas podrían verse amplificadas si dieran lugar a ventas aceleradas por parte de algunos inversores. En este sentido, un área de preocupación es la existencia a nivel global de determinados fondos de inversión abiertos que han aumentado durante los últimos años su exposición al riesgo y que cuentan con un peso reducido de activos líquidos para hacer frente a potenciales salidas de partícipes.

5 El 8 de septiembre, el Tesoro británico y el Banco de Inglaterra establecieron un Fondo de Liquidez de 40 mm de libras para apoyar a las empresas del sector energético. El Gobierno sueco anunció, el 4 de septiembre, que proporcionaría hasta 23 mm de dólares en garantías de crédito a las empresas proveedoras de electricidad, mientras que Finlandia anunció un paquete similar de 10 mm de euros.

1.2.2 El mercado inmobiliario en España

Las compraventas de vivienda han seguido mostrando una notable fortaleza, si bien en el período más reciente se observan algunas señales de ralentización.

De acuerdo con la información notarial, entre enero y agosto las transacciones de vivienda se encontraban algo más del 30 % por encima de las registradas en el período análogo de 2019 y alcanzaban los valores más elevados desde 2007. Esta evolución se habría visto impulsada por las todavía favorables condiciones de financiación. Sin embargo, en los últimos meses se observa un menor dinamismo de las transacciones (véase gráfico 1.6.1), consistente con las peores perspectivas económicas.

Por su parte, los visados de obra nueva han perdido dinamismo, al igual que la producción de insumos en el sector de la construcción, en buena parte por la fuerte alza en los costes energéticos que han encarecido ostensiblemente los materiales y han dificultado su disponibilidad. De este modo, la iniciación de viviendas entre enero y agosto se situaba algo más del 8 % por debajo de la observada en el mismo período de 2019. Asimismo, se habría estado produciendo cierto retraso en la terminación de las obras, como ilustra la brecha observada entre el número de visados concedidos hace dos años —aproximadamente, el tiempo medio de construcción— y el número de viviendas terminadas actualmente (véase gráfico 1.6.2). El ritmo de ejecución de obras también se estaría viendo afectado por una creciente insuficiencia de mano de obra en el sector, como apunta la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) del tercer trimestre⁶.

En línea con la evolución de las compraventas de inmuebles residenciales, el nuevo crédito para la compra de vivienda creció a un ritmo elevado durante el primer semestre de 2022, aunque también se aprecian signos de desaceleración en los meses más recientes. El volumen de nuevas operaciones hipotecarias aumentó, en el segundo trimestre de 2022, un 10,9 % en términos interanuales, un ritmo de crecimiento algo más reducido que el observado en la parte final de 2021 (un 14,8 % en el cuarto trimestre de 2021). A pesar de este notable dinamismo, el saldo de este tipo de crédito apenas creció un 1,2 % en el segundo trimestre de 2022, en relación con el mismo período de un año antes, un avance similar al observado en los trimestres anteriores, ya que el volumen de amortización ha seguido compensando en gran medida el importe de las nuevas operaciones.

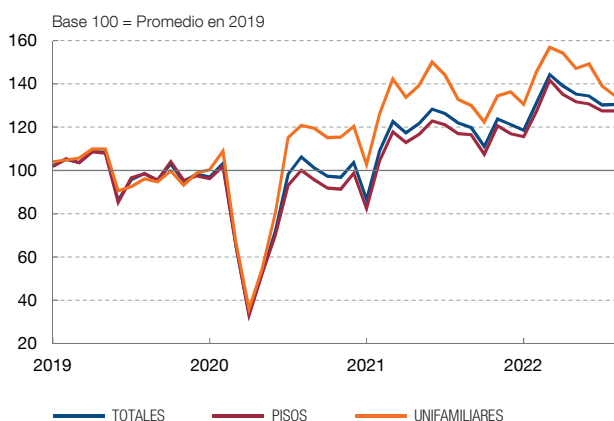
El saldo vivo del crédito concedido al sector de la promoción y construcción ha seguido contrayéndose en la primera mitad de 2022, en línea con el escaso dinamismo de la obra nueva. Concretamente, en el segundo trimestre de 2022 el

⁶ Véase «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2022», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

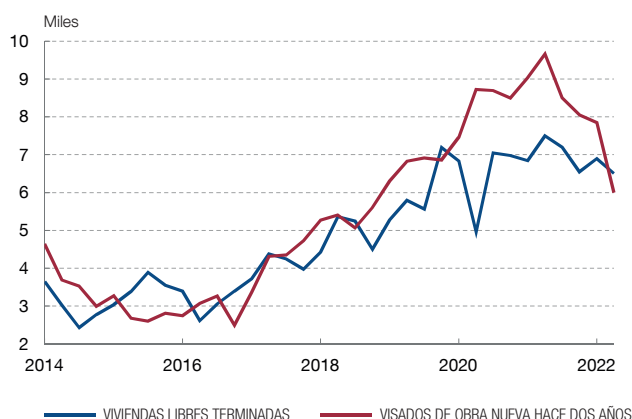
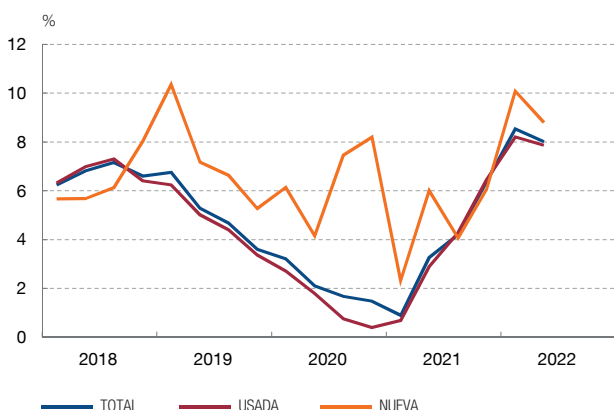
LA ACTIVIDAD Y LOS PRECIOS EN EL MERCADO INMOBILIARIO MANTIENEN UNA TENDENCIA EXPANSIVA, AUNQUE SE OBSERVAN CIERTOS SIGNOS DE DESACELERACIÓN, EN UN CONTEXTO DE DETERIORO DE LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y DE ENCARECIMIENTO GRADUAL DE LA FINANCIACIÓN

El número de compraventas de vivienda se ha moderado en los últimos meses, pero aun así presenta en los ocho primeros meses de 2022 un notable crecimiento frente al mismo período del año anterior. La iniciación y la terminación de vivienda flexionan a la baja ante el encarecimiento y la escasez de materiales, los elevados costes energéticos y la creciente insuficiencia de mano de obra. En este contexto, el crecimiento del precio medio de la vivienda se moderó hasta el 8 % en el segundo trimestre, si bien este alcanza la segunda tasa más alta desde 2007. En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos.

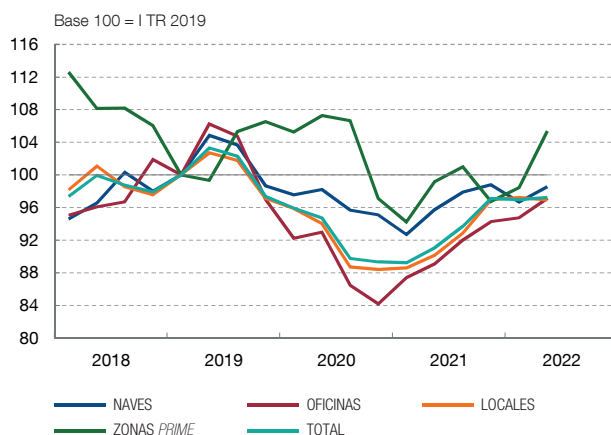
1 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA (a)



2 VIVIENDA INICIADA HACE DOS AÑOS Y VIVIENDA TERMINADA (b)

3 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual

4 PRECIOS DEL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL (c)



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

- a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. Última observación: agosto de 2022.
- b Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario y en promedio trimestral. Para representar la iniciación de vivienda desfasada se toman los visados de obra nueva concedidos hace dos años. Última observación: segundo trimestre de 2022.
- c Para calcular estos índices se divide cada mercado en estratos con inmuebles homogéneos. Posteriormente, se estima un precio para cada uno de estos estratos a partir de un modelo de regresión hedónico. Los índices agregan la información de los precios estimados para cada estrato. El valor del índice para el conjunto del mercado inmobiliario comercial se calcula como una media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento, siendo los pesos relativos para el segmento de oficinas del 4 %, para el segmento de locales comerciales del 78 % y para el segmento de naves del 18 %. Los inmuebles en zonas *prime* representan en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento de inmobiliario comercial. Se identifica como *prime* cualquier tipo de inmueble de los anteriormente señalados (locales, oficinas, naves) situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos (Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia). Los datos de segundo trimestre de 2022 son provisionales.

saldo vivo de este tipo de crédito caía en términos interanuales un 6,7 %, y se situaba en niveles mínimos de los veinte últimos años.

La oferta de vivienda continúa siendo débil en relación con la demanda, por lo que sus precios han seguido registrando crecimientos elevados en el segundo trimestre, si bien ligeramente menores que tres meses antes. De acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadística (INE), la tasa de crecimiento interanual del precio de la vivienda se moderó hasta el 8 % en el segundo trimestre, 0,5 pp inferior al aumento en el primer trimestre (véase gráfico 1.6.3). En casi todas las Comunidades Autónomas los precios aminoraron moderadamente su ascenso, con alzas superiores a la media nacional en las islas y en la mayor parte de la costa mediterránea. Por segmentos, tanto el precio de la vivienda usada como, en mayor medida, el de la nueva se desaceleraron (0,3 pp y 1,3 pp, hasta el 7,9 % y el 8,8 %, respectivamente). Asimismo, se evidencian recientemente menores avances tanto en los precios de los bloques de viviendas como en los de la vivienda unifamiliar, aunque esta última modalidad continúa experimentando los crecimientos más dinámicos.

A corto y medio plazo, podría intensificarse la desaceleración de los precios de la vivienda. La incertidumbre sobre las perspectivas económicas de los agentes y sus rentas, y el endurecimiento de las condiciones de financiación continuarán siendo factores muy relevantes para la evolución de la demanda de vivienda y de su precio.

En el mercado inmobiliario comercial también se perciben signos de menor dinamismo de los precios en algunos segmentos. En el segmento de los locales comerciales —que es el que tiene un peso más elevado en los índices agregados— y en el de las naves industriales, los precios se estancaron en el primer semestre de 2022, y se rompió la pauta de crecimiento que se había observado en 2021 (véase gráfico 1.6.4). Por el contrario, en el segmento de oficinas y en los establecimientos localizados en áreas *prime*⁷ las valoraciones continuaron avanzando a un ritmo notable (9 % y 6,3 %, respectivamente, en términos interanuales, en el segundo trimestre de 2022).

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

De acuerdo con la información de la Central de Balances Trimestral⁸, la situación económica y patrimonial de las empresas habría continuado

7 El segmento *prime* se refiere a cualquier tipo de inmueble comercial situado en los barrios con mayor actividad comercial de Madrid, Barcelona, Bilbao, Palma, Valencia y Málaga.

8 La Central de Balances Trimestral comprende una muestra cercana a las mil empresas, la mayoría de las cuales son de gran tamaño.

recuperándose durante la primera mitad de 2022 apoyada en el avance de la facturación⁹, si bien se detectan indicios de deterioro en determinados sectores más expuestos al repunte del coste de la energía. Así, el porcentaje de compañías que presentaron una rentabilidad sobre el activo¹⁰ (ROA) negativa en la primera mitad de 2022 fue del 26,9 %, lo que supone 2,9 pp menos que en el mismo período del pasado año, pero todavía 1,3 pp más que en el primer semestre de 2019¹¹. Por sectores, la mejora habría sido más intensa en los más afectados por la pandemia¹², de modo que se redujeron tanto la proporción de compañías con pérdidas como aquellas con endeudamiento elevado¹³ (véase gráfico 1.7.1). Esta mejora también se produjo —aunque más moderadamente— en aquellos sectores muy afectados por la pandemia, que son, además, muy intensivos en el uso de la energía, como el transporte. Por el contrario, en las ramas más expuestas al repunte de los precios energéticos y que no se vieron muy afectadas por la pandemia (como la industria química, la fabricación de plásticos, el sector maderero o el metalúrgico) se estaría observando ya un cierto deterioro de la situación económica y patrimonial de las empresas.

Los aumentos de los tipos de interés estarían elevando el grado de presión financiera soportado por las empresas, especialmente en el caso de aquellas con mayor endeudamiento y con una proporción más elevada de pasivos cuyo coste se revisa a corto plazo. Hasta ahora, solo una reducida proporción del aumento de los tipos de interés de mercado se ha trasladado al coste medio de la deuda bancaria empresarial, pero es esperable que este proceso se intensifique durante los próximos meses (véase recuadro 1.2). Se estima que ascensos en los tipos de interés de mercado de 300 pb, algo más moderados que los registrados por el euríbor a doce meses desde principios de año (325 pb), supondrían un incremento de la ratio mediana de carga financiera de las empresas con deuda de entre 2,6 pp y 5,6 pp¹⁴. Bajo ese mismo escenario, la proporción del total de la deuda corporativa en

9 De igual modo, los datos de Agencia Estatal de Administración Tributaria también señalan un importante crecimiento del importe de las ventas en los seis primeros meses de 2022, que superó el alcanzado en el período correspondiente de 2019 en todos los sectores de actividad, con la única excepción de fabricación de material de transporte.

10 La Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste.

11 Véase [Menéndez y Mulino \(2022\)](#).

12 Los sectores más afectados por la pandemia de COVID-19 se definen como aquellos cuya facturación cayó más de un 15 % en 2020 con respecto al año previo. Estos son: la hostelería y la restauración, la industria de refino de petróleo, los servicios sociales, culturales y recreativos, el transporte y el almacenamiento, la industria textil y la fabricación de material de transporte.

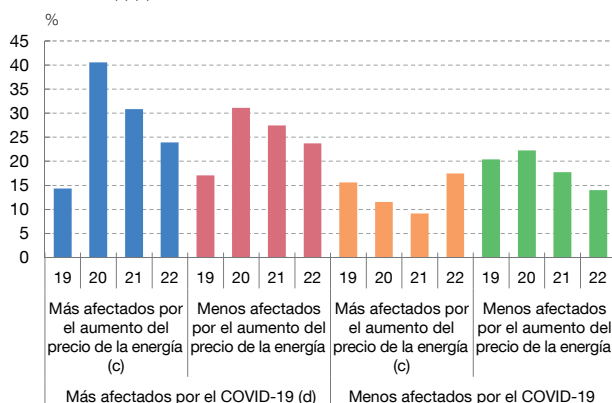
13 Se definen las empresas con endeudamiento elevado como aquellas cuya ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor de 10 o cuya deuda financiera neta es positiva y los resultados nulos o negativos.

14 Los valores de este rango se obtienen con distintos supuestos sobre el porcentaje de la deuda que vence a corto plazo y que se refinancia. El efecto de 5,6 pp en el rango superior se corresponde con el supuesto de renovación completa de las deudas que vencen en el corto plazo. Véase el recuadro 3, «[Una aproximación al posible impacto del aumento de los tipos de interés sobre la situación financiera de las empresas](#)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

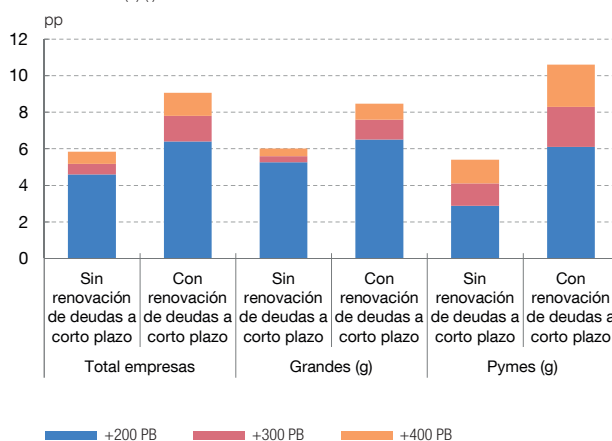
EL INCREMENTO DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN IMPACTANDO NEGATIVAMENTE SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

Los ingresos y la situación patrimonial de las empresas han seguido recuperándose durante la primera mitad de 2022, particularmente en los sectores de actividad más afectados por la pandemia. Sin embargo, el aumento de los costes energéticos estaría actuando en la dirección opuesta, especialmente en aquellas ramas más expuestas a esta perturbación y que no se han beneficiado especialmente por el fin de las restricciones sanitarias. Por otra parte, una subida de los tipos de interés de mercado de 300 pb supondría, una vez que se traslade al coste de las deudas que se renueven en el corto plazo, un incremento de hasta 7,8 pp del peso de la deuda corporativa en manos de empresas con elevada presión financiera, mientras que una subida de 400 pb tendría un impacto de hasta 9,1 pp.

1 PORCENTAJE DE EMPRESAS VULNERABLES SEGÚN LA RATIO DEUDA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS). PRIMER SEMESTRE (a) (b)



2 AUMENTO ESTIMADO DEL PESO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ELEVADA PRESIÓN FINANCIERA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (e) (f)



FUENTE: Banco de España.

- a Información procedente de la muestra trimestral de la CBT. Datos disponibles hasta II TR 2022.
- b Se definen como empresas vulnerables a 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 Los sectores más afectados por el aumento del precio de la energía incluyen: transporte, minería, metales básicos, productos químicos y minerales no metálicos, plástico y pesca.
- d Se definen como sectores más afectados por el COVID-19 aquellos cuyas ventas cayeron más de un 15 % en 2020.
- e Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.
- f En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y los créditos a largo plazo y tipo flexible. Además, se supone una traslación del 15 % para los depósitos a la vista y del 76 % para los depósitos a plazo hasta un año. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo.
- g Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.

manos de empresas con presión financiera elevada¹⁵, que se situaba en el 14,1 % antes de esta perturbación, se incrementaría entre 5,2 pp y 7,8 pp (véase gráfico 1.7.2). Por tamaño empresarial, no se observan grandes diferencias en estos impactos.

La fuerte desaceleración económica que se anticipa para los próximos trimestres también podría impactar negativamente sobre la situación económica y financiera de las empresas, especialmente si se materializan los escenarios de riesgo sobre el crecimiento económico comentados

¹⁵ Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

anteriormente. Esto podría redundar en un deterioro adicional de la capacidad de repago de sus deudas. Las compañías más expuestas a este riesgo son aquellas cuya actividad sea más cíclica, las que presenten un mayor peso de los costes fijos y las que partan de una situación patrimonial más comprometida.

En el caso de los hogares, y en particular, para los de menor renta, la elevada inflación estaría aumentando el grado de presión financiera soportada. La evolución positiva del empleo de los últimos trimestres ha llevado a que la renta bruta disponible, en términos nominales, haya continuado creciendo, hasta situarse en el segundo trimestre del año un 3,2 % por encima de los niveles registrados antes de la crisis sanitaria. Sin embargo, la fuerte alza de los precios de consumo supone una merma del poder adquisitivo de las familias, especialmente en el caso de aquellas con menores ingresos. Así, se estima que la inflación media acumulada durante 2021 y 2022 supondría un incremento promedio del gasto de los hogares endeudados en bienes no duraderos del 3,9 % de su renta, siendo el impacto de cerca del 10 % en el quintil de familias de menor renta (véase gráfico 1.8.1). La evidencia disponible apunta a que los hogares que cuentan con un colchón de liquidez más holgado¹⁶ estarían absorbiendo el impacto de la inflación mediante un menor ahorro, sin modificar su gasto en otras partidas. Por el contrario, los hogares que cuentan con una liquidez más escasa (mayoritariamente, los de rentas bajas) estarían compensado el aumento de los precios mediante la disminución¹⁷ de su gasto en bienes no energéticos¹⁷.

A esto habría que añadir el efecto asociado al aumento de la carga financiera para los hogares endeudados, resultado del aumento de los costes de financiación. Hasta ahora, la traslación de las subidas de los tipos de interés de mercado al coste medio de su deuda ha sido modesta (véase recuadro 1.2). De cara a los próximos trimestres, se espera la intensificación de esta traslación, que afectará en mayor medida a la capacidad de repago de las deudas de las familias. Se estima que un aumento del euríbor a doce meses de 300 pb incrementaría los gastos financieros netos de los hogares endeudados en un importe equivalente al 2,3 % de su renta, una vez que se actualicen las condiciones de los préstamos vivos a tipo variable (véase gráfico 1.8.1). Esta misma perturbación elevaría en 3,9 pp el porcentaje de hogares con deuda con carga financiera neta elevada¹⁸, hasta el 13,8 % (véase gráfico 1.8.2). Todos estos efectos tenderían a ser más intensos en los hogares endeudados de menor renta. Cabe señalar que el euríbor a 12 meses ya ha subido cerca de 325 pb en 2022, por lo que el efecto que ello tendrá sobre la carga financiera de los hogares será algo mayor a los impactos mencionados.

16 Los hogares que cuentan con un colchón de liquidez más holgado serían aquellos que disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. Véase la [Encuesta sobre Expectativas del Consumidor](#), elaborada por el BCE.

17 Véase [Martínez-Carrascal \(2022\)](#).

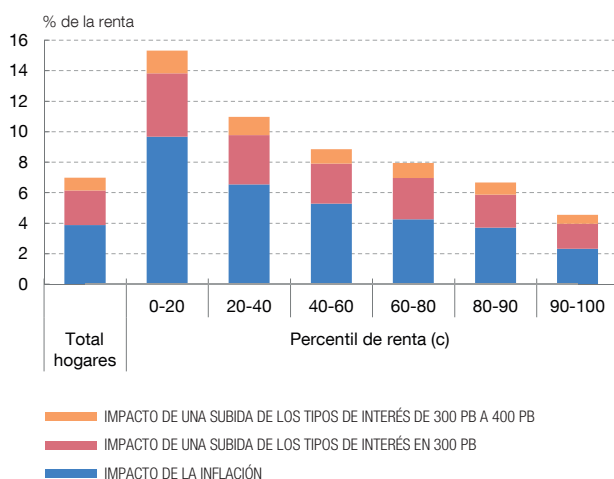
18 La carga financiera neta se considera elevada cuando la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %.

Gráfico 1.8

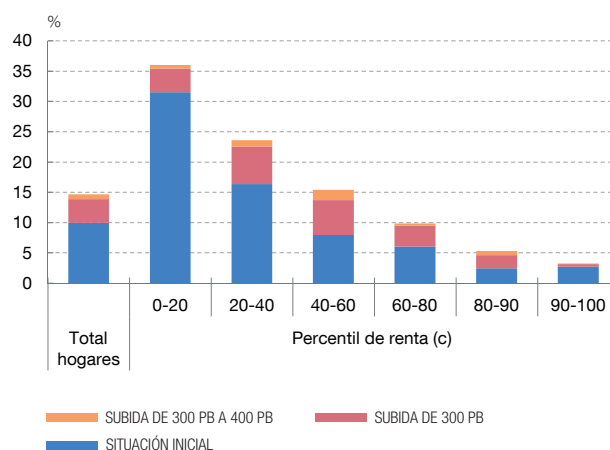
LA INFLACIÓN Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS SUPONEN UN MAYOR DETERIORO DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA PARA LOS HOGARES ENDEUDADOS CON RENTAS BAJAS

La inflación media acumulada durante 2021 y 2022 habría elevado, en promedio, el gasto de los hogares endeudados en consumo no duradero en un importe equivalente a algo menos del 4 % de su renta. Una subida de 300 pb en los tipos de interés de mercado aumentaría, en promedio, la carga financiera neta en un 2,3 % de su renta. Esta subida de los tipos de interés elevaría en casi 4 pp la proporción de hogares con carga financiera neta elevada. Todos estos efectos tenderían a ser más intensos para los segmentos de menor renta.

1 AUMENTO DEL GASTO DE LOS HOGARES ENDEUDADOS ASOCIADO A LA INFLACIÓN Y A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a) (b)



2 IMPACTO DE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA (b) (d)



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2017).

- a El impacto de la inflación se obtiene de multiplicar el consumo de bienes no duraderos por la inflación acumulada en 2021 y 2022, calculada a partir del promedio del índice armonizado de precios de consumo observado en 2021 y previsto para 2022 de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de octubre de 2022 del Banco de España.
- b El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable.
- c Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.
- d La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.

Adicionalmente, si se materializaran algunos de los escenarios de riesgo sobre la evolución económica comentados anteriormente, se podría producir una reducción de las rentas reales de los hogares a través del incremento del desempleo o de la mayor persistencia de la inflación, lo que agravaría su situación económica. Así, la mayoría de los hogares, independientemente de su nivel de renta, esperan desde marzo de 2022 un deterioro de su situación financiera en los doce próximos meses, de acuerdo con la encuesta mensual de la Comisión Europea sobre la confianza del consumidor¹⁹. Esta tendencia es más intensa en el cuartil de menor renta, cuyo indicador se situó en octubre de 2022 en niveles de deterioro superiores a los registrados al inicio de la pandemia, mientras que para

19 La encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea está disponible [aquí](#).

el cuartil de mayor renta este indicador está lejos del observado al comienzo de la crisis sanitaria²⁰.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

En los últimos meses, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) ha continuado reduciéndose, impulsado por el fuerte avance de los ingresos (véase gráfico 1.9.1). La última información disponible para el conjunto de las AAPP, correspondiente a junio, muestra una reducción del déficit de las AAPP, acumulado de doce meses y en porcentaje del PIB, de 2,3 pp con respecto al cierre de 2021, hasta situarse en el 4,6 %. En esa primera mitad del año, cabe destacar la evolución de los ingresos, que habrían continuado creciendo a tasas muy elevadas (superiores al 10 % interanual). Estos se habrían visto impulsados por la recuperación de la actividad y por el impacto del crecimiento de las variables nominales (precios y salarios). No obstante, en los últimos meses la recaudación habría vuelto a sorprender al alza en relación con sus determinantes macroeconómicos, aunque en menor medida que en los dos años anteriores. Desde el inicio de la crisis del COVID en 2020 y excluyendo el impacto negativo transitorio de las medidas de recorte de impuestos adoptadas en respuesta a la crisis energética, los ingresos en porcentaje del PIB habrían crecido algo más de 4 pp (véase gráfico 1.9.1)²¹. Los gastos, por su parte, apenas habrían crecido en los seis primeros meses del año en curso con respecto al mismo período del año anterior, compensándose las nuevas medidas derivadas de la guerra en Ucrania con la ausencia de determinados gastos extraordinarios realizados en 2021²².

En el futuro, harán falta medidas de consolidación (aumento de ingresos y/o recorte de gastos) para continuar reduciendo el déficit. Las últimas proyecciones del Banco de España, publicadas el pasado 5 de octubre²³, que incorporaban solo las medidas aprobadas hasta entonces, apuntaban a un déficit al final de 2022 en torno al 4,3 % del PIB, por debajo de la referencia del 5 % establecida por el Gobierno. Esto supone una moderación en el ritmo de descenso del desequilibrio de las cuentas públicas con respecto a los últimos meses. Esta moderación se mantendría en los años siguientes, permaneciendo dicho desequilibrio en el 4,3 % en 2024 (véase gráfico 1.9.1)²⁴. Reducciones adicionales

20 La Encuesta sobre Expectativas del Consumidor, elaborada por el BCE, señala una evolución similar. Véase [Martínez-Carrascal \(2022\)](#).

21 De los que tan solo 0,2 pp corresponderían a medidas de incremento de impuestos.

22 Como las prestaciones extraordinarias por los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y cese de actividad de autónomos ligados al COVID-19 o los 4,2 mm de euros en pérdidas estimadas por los avales concedidos durante la pandemia e imputados en la primera mitad de 2021.

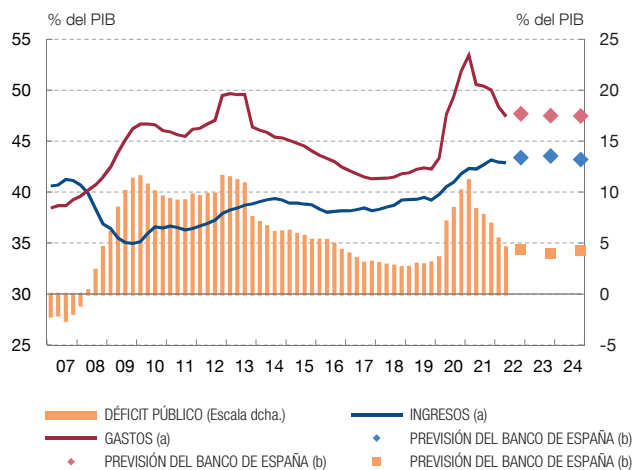
23 Véase el recuadro 1, «[Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2022-2024\)](#)», del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

24 Las medidas anunciadas junto con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2023 no alteran sustancialmente estas previsiones.

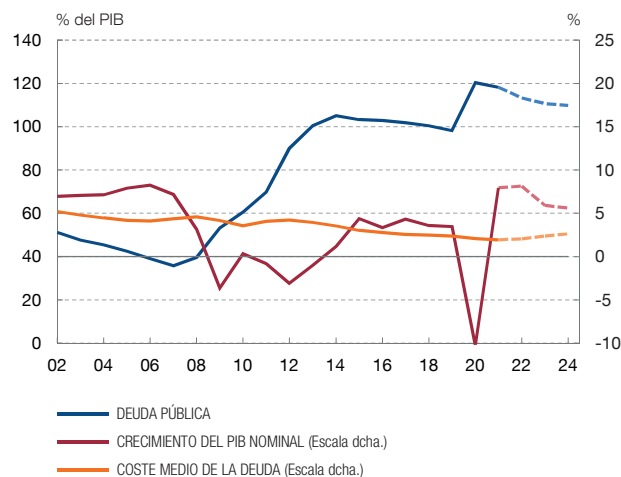
EL DÉFICIT PÚBLICO DE ESPAÑA CONTINUÓ REDUCIÉNDOSE, SI BIEN, EN AUSENCIA DE NUEVAS MEDIDAS, LAS FINANZAS PÚBLICAS ESPAÑOLAS PERMANECERÍAN EN EL MEDIO PLAZO EN UNA POSICIÓN DE VULNERABILIDAD

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo 2,3 pp en la primera mitad de 2022, hasta el 4,6 % del PIB. Sin embargo, en ausencia de nuevas medidas, las mejoras adicionales en términos de déficit y deuda pública tenderán a agotarse, situando la economía española en una posición de vulnerabilidad, a medio plazo, ante posibles escenarios futuros de crisis económica o de aumentos en el coste de la deuda.

1 EVOLUCIÓN DEL SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA



2 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA (c)



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

- a Excluyendo estimación de los recursos del programa NGEU. Estos elevan transitoriamente ingresos y gastos, pero sin efecto en el déficit.
 b Tomadas de las «Proyecciones macroeconómicas del Banco de España», publicadas el 5 de octubre de 2022.
 c Con líneas discontinuas se muestran las proyecciones del Banco de España para 2022-2024.

requerirían nuevas medidas, por el lado de los ingresos o de los gastos, y se verían favorecidas por reformas estructurales que propiciaran un aumento del crecimiento potencial de la economía.

En términos de la evolución de la ratio de deuda sobre el PIB, se espera que el crecimiento del PIB nominal compense el déficit primario de las AAPP y la evolución del coste de la deuda hasta 2024 (véase gráfico 1.9.2). Así, en las últimas proyecciones del Banco de España, la ratio de deuda sobre el PIB de las AAPP españolas se reduciría desde el 118,4 % registrado en 2021 hasta el 109,9 % previsto para 2024. De entre los determinantes de la evolución de dicha ratio, el déficit primario de las AAPP contribuiría al alza en 5 pp. Sin embargo, esto se vería más que compensado por el mantenimiento, durante esos años, de tasas de crecimiento del PIB nominal relativamente elevadas, que se situarían claramente por encima del coste de la deuda, propiciando el descenso de la ratio de deuda sobre el PIB.

Sin embargo, la ausencia de medidas de consolidación situaría las finanzas públicas españolas en una posición de vulnerabilidad ante posibles escenarios

de crisis o de aumentos en el coste de la deuda, tanto coyunturales como de más largo plazo. La persistencia de un déficit estructural positivo continuaría presionando al alza sobre el nivel de endeudamiento público. Además, esto tendería a verse agravado en el medio y largo plazo por las crecientes demandas sociales relacionadas con el envejecimiento de la población y con los retos del cambio climático. Por otra parte, cabría esperar que el diferencial positivo entre el crecimiento del PIB nominal y el coste de la deuda tendiera a estrecharse, moviéndose hacia valores más próximos a su promedio histórico. El ya discutido endurecimiento de la política monetaria y su traslación a las condiciones financieras de mercado incrementan las probabilidades de una evolución más desfavorable de este diferencial, también en el corto plazo. Todos estos factores —coyunturales y estructurales— tenderían a elevar el nivel de deuda pública y, por tanto, a reducir el margen para afrontar posibles escenarios de crisis futuros.

La elevada vida media de la deuda pública y los instrumentos de política económica de los que se han dotado las instituciones europeas aportan un cierto margen temporal para afrontar los retos de la consolidación de las finanzas públicas en España en el momento más adecuado. Las últimas previsiones del Banco de España incorporaban ya un repunte considerable de los tipos de interés negociados en los mercados de deuda española²⁵. Sin embargo, debido a que solo algo más del 20 % de la deuda vence en los dos próximos años y que una parte de esta tiene tipos de interés superiores a los actuales, esto tan solo se traduce en un aumento estimado de 0,7 pp en el coste medio de la deuda pública española entre 2021 y 2024²⁶. Las medidas tomadas por las autoridades europeas —y, en particular, las adoptadas por el Eurosistema²⁷— contribuirán también a evitar situaciones de aumentos desordenados en los rendimientos exigidos a las AAPP españolas en los mercados financieros.

En el contexto actual de elevada inflación y endeudamiento público, las medidas de política fiscal han de ser focalizadas y de carácter temporal. Estas medidas deben centrarse en los hogares de rentas más bajas, que son los que más padecen el impacto de la inflación, y en las empresas más vulnerables a esta perturbación. Además, las medidas no deben ser de carácter indefinido, para evitar un incremento adicional del déficit público estructural.

En paralelo, se hace necesario iniciar un proceso de consolidación fiscal que permita la reducción gradual de los desequilibrios fiscales actuales y

25 En el caso del tipo de interés a diez años de la deuda española, desde el 0,3%, registrado en media en 2021, al 3,6%, previsto para 2024.

26 Un aumento de 100 pb en la senda de tipos de interés esperados, tanto de corto como de medio y largo plazo, elevaría el incremento en el coste medio de la deuda de 2024 en 0,4 pp adicionales, situando la carga financiera de las AAPP en el 3,1 % del PIB al final del horizonte de proyección.

27 Entre las que cabe destacar la reinversión flexible de la cartera del PEPP y el nuevo «instrumento para la protección de la transmisión» (TPI, según sus siglas en inglés).

ganar margen de maniobra para poder reaccionar ante futuras perturbaciones. En este sentido, hay que tener en cuenta que el despliegue de los proyectos de inversión asociados al programa NGEU ya supone —incluso aunque la ejecución de dicho programa esté sufriendo algunos retrasos— un impulso fiscal apreciable. Por la tanto, la combinación de un uso intensivo de los fondos europeos —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio del proceso de consolidación fiscal permitiría mantener un cierto apoyo a la actividad económica —que puede ser necesario en un contexto en el que todavía no se han alcanzado los niveles de PIB previos a la pandemia —mientras se inicia una reducción gradual del elevado déficit público estructural que actualmente presentan las finanzas públicas en España.

En todo caso, hay que enfatizar que compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. El papel de los fondos NGEU puede ser, de nuevo, particularmente relevante para acompañar y financiar las reformas estructurales necesarias.

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

En el primer semestre de 2022, las entradas de capital en España fueron elevadas (92 mm), y superaron las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (80 mm). El principal destino de las compras netas de los inversores internacionales fueron los depósitos a corto plazo (68,1 mm), seguidos de los títulos de deuda de las AAPP a largo plazo (28,1 mm) —aunque desinvertieron en los de corto (17,6 mm)— y de la inversión directa en forma de acciones (11,9 mm).

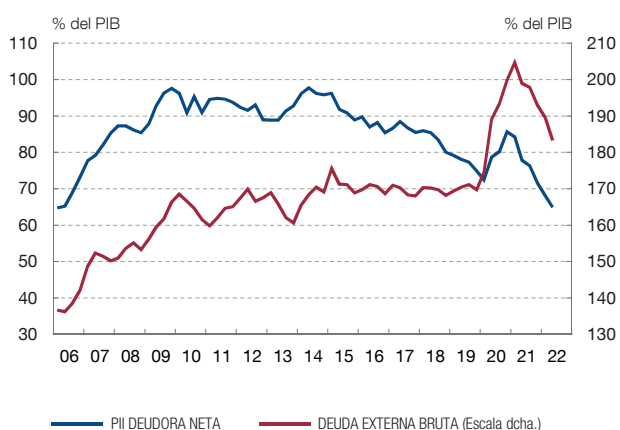
La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha seguido corrigiéndose hasta el 64,9 % del PIB en junio, el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2006 (véase gráfico 1.10.1). Esta ratio es 6,6 pp menor que la de diciembre de 2021, de los que 3 pp se explican por el avance del PIB. A pesar de su reducción, este nivel todavía es elevado desde una perspectiva histórica y sobrepasa ampliamente el umbral que establece la Comisión Europea (CE) de alerta de desequilibrio macroeconómico²⁸. En términos de volumen, la PII deudora neta disminuyó gracias a los importes positivos de las transacciones financieras con el

28 La CE establece un **procedimiento de desequilibrios macroeconómicos** en el que se monitorean 14 indicadores, que generan una señal de alerta cuando se rebasan ciertos umbrales. En el caso de la PII deudora neta, este umbral se establece en el 35 % del PIB.

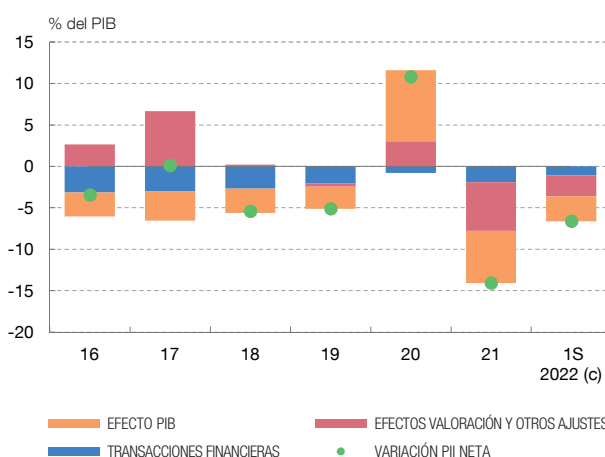
LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) DEUDORA NETA DE ESPAÑA Y LA DEUDA EXTERNA BRUTA HAN SEGUIDO CORRIGIÉNDOSE, EN TÉRMINOS DEL PIB, EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022

La PII deudora neta de España ha continuado moderándose en la primera mitad de 2022, hasta situarse en el 64,9 % del PIB, el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2006, como resultado de la favorable contribución de todos sus componentes. Por su parte, el volumen de la deuda externa bruta de la nación se redujo ligeramente en el primer semestre del año, lo que, unido al crecimiento económico, se tradujo en un descenso de su ratio sobre el PIB, si bien todavía es 13,5 pp superior al nivel registrado antes de la pandemia.

1 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA (a) (b)



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII DEUDORA NETA (a)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores en manos de los agentes residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
 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.

exterior y, especialmente, a los efectos de valoración y otros ajustes (véase gráfico 1.10.2). El retroceso de las cotizaciones de los activos financieros en los mercados internacionales penalizó el valor de las tenencias de los residentes en el exterior, aunque la depreciación del euro mitigó en cierta medida este efecto. El retroceso del valor de los pasivos se explica fundamentalmente por el incremento de los tipos de interés de largo plazo, que redujo el valor de los títulos de deuda, particularmente de las AAPP.

La deuda externa bruta de la nación también siguió descendiendo en términos del PIB, aunque todavía se sitúa por encima de los niveles anteriores a la pandemia. La deuda externa bruta se redujo 9,7 pp del PIB en los seis primeros meses del año, hasta el 183,3%. La vulnerabilidad que supone este elevado endeudamiento externo se ve mitigado por la composición de los pasivos, ya que una parte muy elevada no es exigible a corto plazo, predomina la deuda del sector público y está denominada principalmente en euros y a tipo fijo. Sin embargo, el aumento de los costes de financiación en los mercados contribuye a reforzar esta vulnerabilidad.

CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA

En los últimos meses, los factores geopolíticos han venido desempeñando un papel protagonista como determinantes de la actividad y de las relaciones económicas. La invasión rusa de Ucrania ha oscurecido el panorama geopolítico y aumentado la incertidumbre global (véanse gráficos 1 y 2), con consecuencias económicas severas. No obstante, la importancia de los factores geopolíticos en la evolución económica ha venido ganando peso durante la última década, con ejemplos recientes como la guerra comercial entre Estados Unidos y China en 2018-2019 o la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE).

A este respecto, la evidencia empírica disponible muestra que los incrementos del riesgo geopolítico han venido acompañados históricamente de aumentos de la incertidumbre, que terminan impactando negativamente sobre el precio de los activos financieros y elevando su volatilidad, reduciendo también la inversión y el empleo, y, en última instancia, frenando la evolución del PIB¹. La literatura académica subraya asimismo cómo las relaciones comerciales y financieras constituyen los canales principales de transmisión entre países y áreas geográficas de los efectos del aumento de la incertidumbre². En este contexto, el elevado grado de apertura comercial y financiera de la UE, uno de los principales motivos de su prosperidad durante muchos años, podría convertirse ahora en un elemento de vulnerabilidad³.

Una de las fuentes de la vulnerabilidad europea ante la escalada de las tensiones geopolíticas deriva de la elevada dependencia externa respecto de algunos productos muy relevantes para la economía de la UE, que se importan de un número reducido de países fuera de esta área. En particular, las importaciones de mercancías de la UE están muy

concentradas en China (véase gráfico 3)⁴, que, además, es el principal exportador de algunos productos electrónicos (como ordenadores, dispositivos ópticos o células fotovoltaicas) cuya producción interna en la UE es relativamente reducida. La dependencia de las importaciones chinas puede tener consecuencias relevantes para la actividad del sector manufacturero europeo. Así, algunos análisis econométricos disponibles⁵ muestran que las interrupciones asociadas a la pandemia de COVID-19 que tuvieron lugar en la cadena de suministros desde China durante los primeros meses de 2020 tuvieron un impacto considerable en la producción manufacturera de la Unión Económica y Monetaria (UEM), reduciéndola temporalmente en un 7%.

Asimismo, la UE es muy dependiente de algunas materias primas que resultan vitales para las transiciones energética y digital. La Comisión Europea considera 30 materias primas como «críticas», debido a su gran importancia económica, a su difícil sustitución por otros materiales, a la elevada concentración de sus importaciones y a otros riesgos de suministro⁶. Rusia constituye el principal proveedor de la UE de dichas materias primas (un 18 % del valor total de las importaciones de estas materias en 2019), por encima del Reino Unido, Estados Unidos, Sudáfrica, Brasil y China (véase gráfico 4). La Comisión Europea estima que la demanda de algunas de estas materias primas críticas se va a multiplicar por cinco hasta 2030, lo que hará que la dependencia externa de la UE en este campo se incremente drásticamente.

La dependencia comercial de la UE de bienes energéticos (en particular, del gas) es un ejemplo de las consecuencias de un aprovisionamiento muy concentrado de una materia prima clave. Antes del inicio de la invasión de

1 Véanse Caldara, D. y M. Iacoviello (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112 (4), pp. 1194-1225; Baker, S. R., N. Bloom y S. J. Davis (2016). «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636; Diakonova, M., L. Molina, H. Mueller, J. J. Pérez, y C. Rauh, «The information content of conflict, social unrest and policy uncertainty measures for macroeconomic forecasting», Documento de Trabajo del Banco de España, n. 2232.

2 Véase Ghirelli, C., J. J. Pérez y A. Urtasun (2021). «The spillover effects of economic policy uncertainty in Latin America on the Spanish economy», *Latin American Journal of Central Banking*, vol. 2 (2).

3 Asimismo, una fragmentación del comercio internacional según fronteras geoestratégicas puede resultar en una reducción marcada de los flujos comerciales entre los distintos bloques de países y, por lo tanto, en una reducción de las ganancias de bienestar asociadas al comercio. Véase Campos, R., J. Estefanía-Flores, D. Furceri y J. Timini (2022), «Trade fragmentation», Documento de Trabajo del Banco de España, de próxima publicación.

4 La concentración de las importaciones de un producto se mide a través de un índice Herfindahl-Hirschman, que se obtiene elevando al cuadrado el peso de cada país exportador en las importaciones de la UE y sumando esas cantidades. Una indicación de la capacidad de producción interna y sustitución de un producto se obtiene a través de dos métricas: (1) el peso de las importaciones intra-UE en el valor total de las importaciones de la UE de ese producto; y (2) la ratio de las importaciones provenientes de fuera de la UE entre las exportaciones totales de la UE del producto.

5 Khalil, M. and M.D. Weber (2021). «Chinese supply chain shocks», MPRA paper n.110356.

6 European Commission (2020). «Critical Raw Materials Resilience: Charting a Path towards greater Security and Sustainability», COM (2020) 474. Las materias primas consideradas como «críticas» incluyen materiales como tierras raras, paladio, cobalto, litio o magnesio.

CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)

Gráfico 1
ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO (a)



Gráfico 2
ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE GLOBAL (IG) (b)

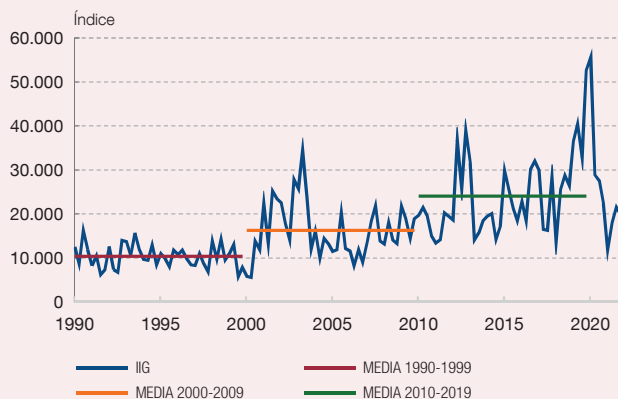


Gráfico 3
ÍNDICE DE CONCENTRACIÓN DE IMPORTACIONES BILATERALES DE LA UNIÓN EUROPEA (c)

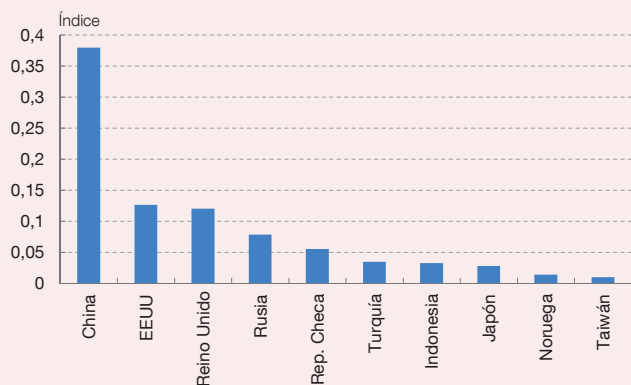
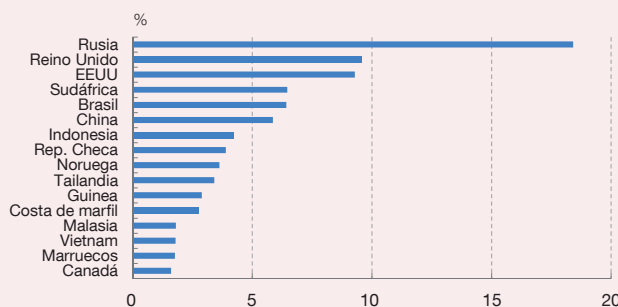


Gráfico 4
PRINCIPALES EXPORTADORES DE MATERIAS PRIMAS CRÍTICAS A LA UNIÓN EUROPEA (d)



FUENTES: Ahir et al. (2021), Caldara y Iacoviello (2022) y elaboración propia basada en datos a nivel de producto de la base de datos de CEPII «BACI» (datos de 2019).

- a El índice de riesgo geopolítico utiliza el análisis de textos en artículos impresos de periódicos en inglés, contando expresiones asociadas a riesgos geopolíticos, como «guerra», «invasión», «amenaza militar», «escalada militar», «acto terrorista» etc. (véase D. Caldara, y M. Iacoviello (2022). «Measuring geopolitical risk». *American Economic Review*, vol. 112 (4), pp. 1194-1225).
- b El índice de incertidumbre global se calcula contando el porcentaje de la palabra «incierto» o sus variantes en los informes de país de *Economist Intelligence Unit* [véase H. Ahir, N. Bloom y D. Furceri, (2022). *The world uncertainty index*, NBER WP 29763].
- c La concentración bilateral de las importaciones se mide ponderando el valor total de las importaciones extracomunitarias de cada grupo de productos de nivel seis del Sistema Armonizado (HS-6) para el que el país socio es el principal exportador a la UE, por el respectivo índice de concentración de las importaciones.
- d Peso en el valor total de las importaciones de la UE de materias primas críticas, por país de origen.

Ucrania, las importaciones de gas natural desde Rusia y, en menor medida, Noruega desempeñaban un papel central para la cadena de valor europea. El fuerte aumento de los precios del gas (mucho mayor en la UE que en Estados Unidos, como se aprecia en el gráfico 5), la reducción drástica del suministro desde Rusia y las

dificultades de su sustitución por otras fuentes de energía han presionado fuertemente la evolución de la inflación y se han convertido en uno de los principales riesgos para la economía europea a corto y medio plazo. Las estimaciones del impacto de los aumentos en los precios del gas natural sobre la inflación de la UEM apuntan a

7 L. López, S. Párraga y D. Santabárbara (2022). «La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área euro y de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)

Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL (a)

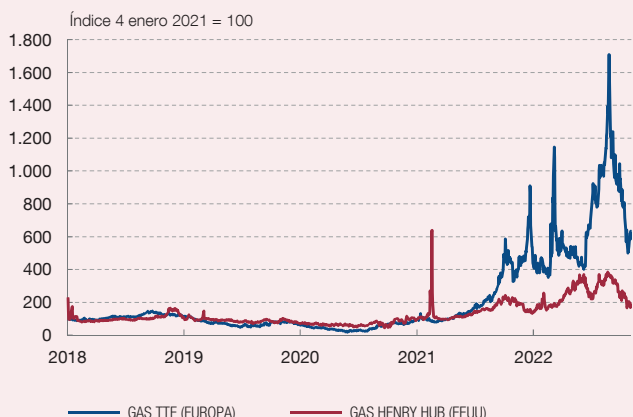


Gráfico 6
EFECTO EN LA INFLACIÓN IAPC DE LA UEM DE UN INCREMENTO PERMANENTE DEL 10% DEL PRECIO DEL GAS NATURAL (b)

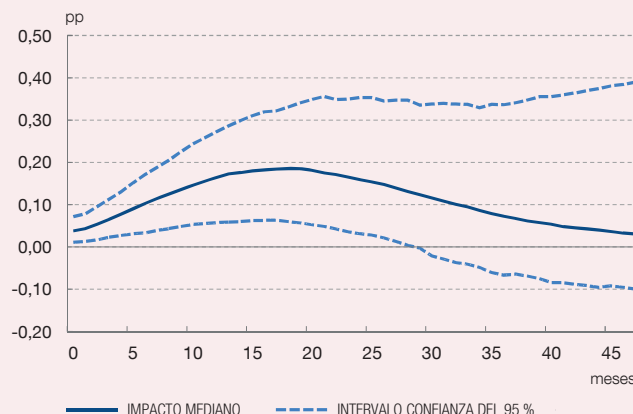


Gráfico 7
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN EL ÁREA DEL EURO (c)

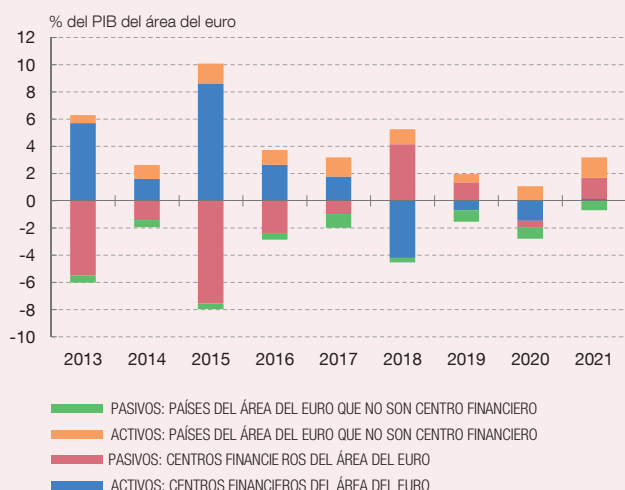
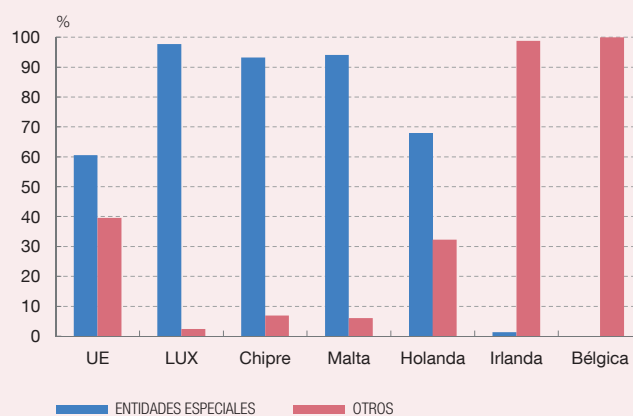


Gráfico 8
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA INTERMEDIADA POR ENTIDADES ESPECIALES EN LA UNIÓN EUROPEA, MEDIA 2015-2020 (d)



FUENTES: BP Statistical Review of World Energy, Eikon, Eurostat y elaboración propia.

- a Los precios al contado de ambos mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b Funciones impulso respuesta a un incremento de precios permanente del 10 % del gas natural estimadas a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas), del precio del gas natural en Europa y del petróleo expresados en euros.
- c Flujos de activos y pasivos (variación neta) de inversión extranjera directa de/hacia la UE. Los flujos de pasivos se muestran con signo negativo para su visualización. Los flujos de activos (pasivos) negativos (positivos) indican desinversiones y repatriación de beneficios. Los centros financieros del área del euro son Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos.
- d Las barras verticales muestran los porcentajes de los stocks de inversión directa extranjera en la UE intermediados por entidades de cometido especial, SPE (en azul) y los stocks no intermediados por SPE (en naranja), respectivamente, durante 2015-2020. Este tipo de entidades se crean en países con marcos legales favorables por razones fiscales, para trasladar el riesgo fuera de los balances de las empresas matrices o por razones de confidencialidad. Estas entidades suelen formar parte de cadenas complejas de empresas que abarcan varios países.

efectos significativos y persistentes⁷ (véase gráfico 6), sobre todo a través de los efectos indirectos derivados del encarecimiento de productos que utilizan esta materia prima en su proceso productivo o cuyo precio está muy vinculado al de esta materia prima (por ejemplo, la electricidad).

Los riesgos geopolíticos tienen también relevancia para las exposiciones de inversión extranjera directa de la UE. En todas las categorías de flujos financieros — inversión directa, en cartera y flujos bancarios— los principales socios de la UE son otras economías avanzadas (sobre todo, Estados Unidos, Reino Unido y

CANALES DE IMPACTO DE LAS TENSIONES GEOPOLÍTICAS GLOBALES SOBRE LA UNIÓN EUROPEA (cont.)

Suiza), mientras que los países emergentes todavía representan una parte muy pequeña de estas exposiciones⁸. Sin embargo, algunos elementos dificultan la identificación de los inversores últimos en la UE. En primer lugar, una cuarta parte de la inversión extranjera directa en la UE proviene de centros *offshore*. En segundo lugar, la mayor parte de la inversión directa en la UE está intermediada por seis centros (*hubs*) de inversión (Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) (véase gráfico 7) y, además, casi el 60 % de los flujos de inversión directa proveniente del exterior se canalizan a través de entidades con cometidos especiales (*special purpose entities* - SPE⁹), que se utilizan principalmente por motivos fiscales o de confidencialidad (véase gráfico 8). Los análisis empíricos¹⁰ que han intentado esclarecer estas exposiciones estiman que los flujos de inversión directa (y no canalizados por SPE) de Estados Unidos en la UE podrían ser casi el doble de grandes que los observados directamente, mientras que los provenientes de China podrían ser casi tres veces más importantes¹¹.

En resumen, la economía de la UE está expuesta a canales relevantes de transmisión de los efectos económicos negativos de las tensiones geopolíticas, que pueden contribuir a generar desviaciones coyunturales adversas con respecto a los actuales escenarios centrales de previsión, pero también incluso a perturbar su crecimiento potencial a largo plazo. La dependencia de las materias primas energéticas importadas del exterior de la UE (en particular, de Rusia) plantea los mayores riesgos a corto plazo, pero la dependencia manufacturera de China y las interconexiones financieras globales representan también potenciales fuentes de riesgo en horizontes temporales más largos. El proceso de transformación energética y digital plantea oportunidades para mitigar estos riesgos, pero estas potenciales ganancias en términos de incorporación de nuevas tecnologías y reconfiguración de los flujos comerciales se desplegarán solo de forma progresiva en el tiempo. Entre tanto, es necesario cuantificar de la forma más precisa posible estos riesgos e incorporarlos adecuadamente a la planificación de las políticas económicas y de la actividad empresarial, particularmente en el sector financiero.

-
- 8 Estados Unidos, Reino Unido y Suiza juntos representan un 60% de los activos y pasivos de inversión directa extranjera de la UE durante 2015-2020, y los restantes países avanzados suman otro 10%. China (incluido Hong Kong) representa alrededor del 3% de los activos y pasivos de inversión directa extranjera de la UE durante el mismo período.
- 9 Este tipo de entidades se crean en países con marcos legales favorables por razones fiscales, para trasladar el riesgo fuera de los balances de las empresas matrices o por razones de confidencialidad. Estas entidades suelen formar parte de cadenas complejas de empresas, que abarcan varios países.
- 10 C. Alcidi, D. Postica y F. Shamsfakhr (2021), *Study on the Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context*, External Contribution, Centre for European Policy Studies.
- 11 Así, Alcidi *et al.* (2021) estiman que, en 2019, los flujos directos y no intermediados por SPE provenientes de Estados Unidos podrían haber sido 1,8 billones de euros (frente a los 1,1 billones observados), mientras que los provenientes de China podrían haber sido de 116 mil millones de euros (frente a los 40,5 mil millones de euros observados).

LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO AL COSTE DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE HOGARES Y DE EMPRESAS

Desde principios de 2022 se ha producido un acusado repunte de los tipos de interés en los mercados financieros que ha afectado a las rentabilidades interbancarias, como el euríbor a tres y a doce meses, que constituyen las principales referencias de los préstamos a tipo de interés variable. Esto es reflejo del proceso de normalización de la política monetaria y de las expectativas del mercado de que los tipos de interés oficiales seguirán aumentando durante los próximos meses.

Esta evolución impacta en los costes financieros de los hogares y de las empresas a través de dos vías: i) el incremento del coste de las nuevas operaciones de crédito, y ii) el aumento del coste de la deuda viva de los agentes endeudados. La traslación de los movimientos en los tipos de interés de referencia al coste de la deuda de estos agentes se ha producido históricamente de forma más o menos completa, si bien es habitual que se produzca con un cierto retraso. En el caso de las nuevas operaciones de crédito, este retardo está explicado por motivos comerciales y estadísticos¹. En el caso de la deuda viva, es debido a que una parte del *stock* de crédito no está sujeta a la revisión de su tipo de interés hasta el vencimiento de la operación, y a que, en la que sí lo está, la actualización de las condiciones no se realiza de forma inmediata, sino que tiene lugar con cierta periodicidad (mayoritariamente anual).

Este recuadro analiza hasta qué punto los incrementos de los tipos de interés del mercado observados en los últimos meses se están transmitiendo a los costes del crédito bancario de hogares y de empresas al mismo ritmo que en otros períodos históricos. En un trabajo previo² se analizaba esta cuestión para el coste de los nuevos préstamos bancarios, con información hasta mayo de este año. Ahora este análisis se extiende con datos hasta septiembre de 2022, con el fin de comprobar si se mantienen las mismas conclusiones. Adicionalmente, el recuadro también indaga sobre la velocidad a la que se

está produciendo la transmisión a los tipos medios de la deuda viva, que son más relevantes tanto para la determinación del margen de intereses de las entidades financieras como para evaluar la capacidad de repago de la deuda de los hogares y de las empresas. Ambos ejercicios se realizan para el segmento de crédito destinado a la adquisición de vivienda y para el de sociedades no financieras (SNF), que son los que concentran un volumen más elevado de operaciones y suponen un mayor peso de los pasivos de estos sectores.

Respecto a la transmisión a las nuevas operaciones crediticias, los gráficos 1 a 4 muestran, para distintos segmentos, la variación acumulada de los costes de los préstamos bancarios y de su tipo de interés de referencia de mercado entre diciembre de 2021 y septiembre de 2022. A modo de comparación, se presentan también los movimientos observados en estas variables durante un periodo similar en otros episodios históricos de subidas de los tipos de interés (que empiezan en septiembre de 2005 para las referencias a corto y medio plazo, y en septiembre de 2010 para las de más largo plazo³).

Como se puede observar en el gráfico 1, en el segmento de crédito para la adquisición de vivienda, entre diciembre de 2021 y septiembre de 2022 los tipos de interés medios a corto plazo⁴ de los nuevos préstamos (créditos a tipo variable) solo han recogido un 34 % del incremento que se ha producido en el euríbor a doce meses, que es la principal referencia para estas operaciones. Esta proporción es muy inferior al 77 % que se registró durante los nueve primeros meses desde el inicio del episodio de subidas de 2005. Como muestra el gráfico 2, en los tipos de interés de largo plazo de este mismo segmento (fundamentalmente, préstamos a tipo fijo), la traslación durante el mismo período ha sido incluso más reducida (30 %) en relación con los cambios de su tipo de referencia (*swap* de tipos de interés —IRS— a veinte años), lo cual

1 Los motivos comerciales estarían relacionados con la reticencia por parte de las entidades financieras a cambiar frecuentemente las condiciones de los préstamos. En relación con los motivos estadísticos, las operaciones crediticias que recogen las entidades financieras en las estadísticas de tipos de interés en un determinado mes pueden referirse a transacciones iniciadas en meses anteriores.

2 Para más detalles, véase el recuadro 1 del artículo analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero. Primer semestre de 2022», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

3 En el período histórico, el ciclo de subidas se escoge según se haya producido una subida acumulada en el tipo de interés de referencia significativa. Además, se exige que el ciclo alcista histórico tenga una duración mínima de nueve meses en las referencias a corto y medio plazo y, debido a la ausencia de ciclos continuos con subidas significativas más amplios desde 2003, de siete meses en las referencias de largo plazo.

4 En este recuadro, el plazo de los tipos de interés de las nuevas operaciones se refiere al período en el que se mantienen fijos los tipos de interés de la operación y no al vencimiento de la operación.

LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO AL COSTE DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE HOGARES Y DE EMPRESAS (cont.)

Gráfico 1
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA A CORTO PLAZO Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (b)

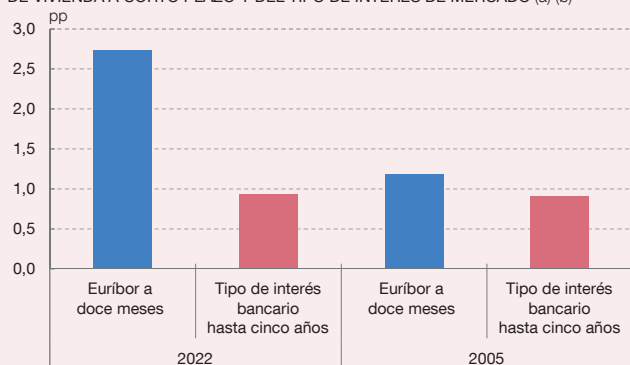


Gráfico 2
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA A LARGO PLAZO Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (c)

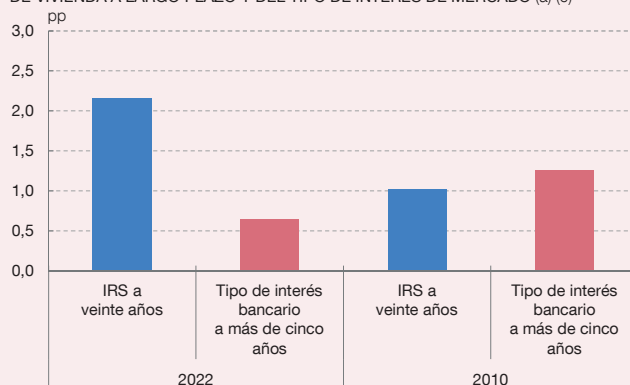


Gráfico 3
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO A SNF A CORTO PLAZO Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (b)

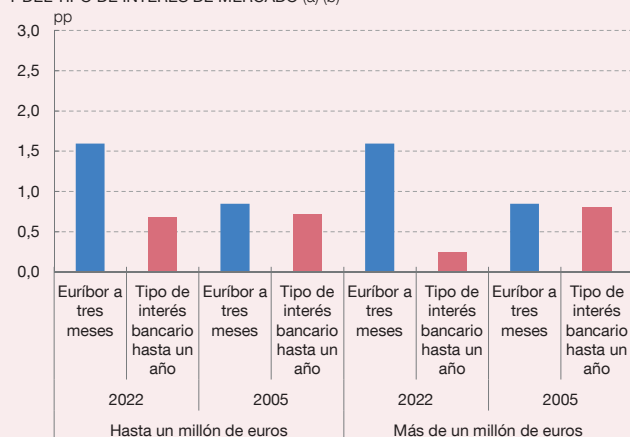
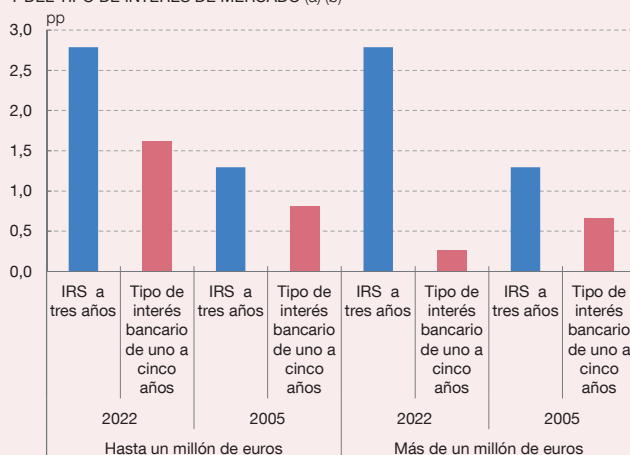


Gráfico 4
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO A SNF A MEDIO PLAZO Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y por el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). Asimismo, el plazo de los tipos bancarios no indica necesariamente el plazo de vencimiento de la operación de financiación, sino la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés del crédito formalizado.
- b Se muestra la variación acumulada de los tipos de interés para dos ciclos entre el mes 0 y el mes 9. En 2022 el mes 0 corresponde a diciembre de 2021 y en 2005 a septiembre de 2005.
- c Se muestra la variación acumulada de los tipos de interés para dos ciclos: entre el mes 0 y el mes 9 en 2022 y entre el mes 0 y el mes 7 en 2010. En 2022 el mes 0 corresponde a diciembre de 2021 y en 2010 a septiembre de 2010.

contrasta con la transmisión superior al 100 % que se observó en el ciclo de subidas de 2010.

En la financiación a las SNF⁵ también se observa que, en general, la transmisión de los tipos de interés de mercado a los del nuevo crédito bancario está siendo

sustancialmente más lenta que en otros episodios históricos de aumentos en los tipos de interés (véanse gráficos 3 y 4).

La menor transmisión a los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito en el ciclo actual, que está en línea

5 Entre enero y septiembre de 2022, el 85 % del volumen de los nuevos préstamos a SNF corresponde a operaciones en las que el tipo de interés es fijo durante un período inferior a un año, siendo en torno a la mitad de los mismos préstamos de importe inferior a un millón de euros.

LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO AL COSTE DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE HOGARES Y DE EMPRESAS (cont.)

Gráfico 5
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO DE LOS SALDOS VIVOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (b)

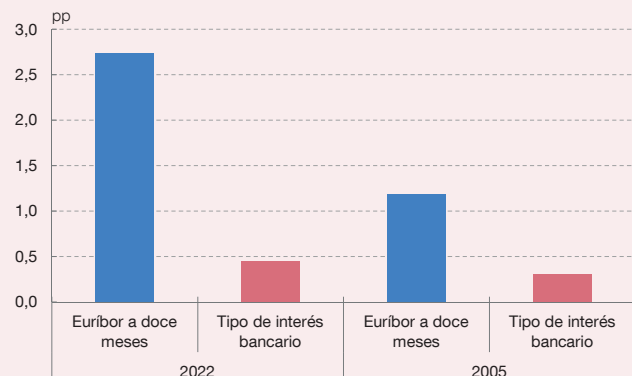
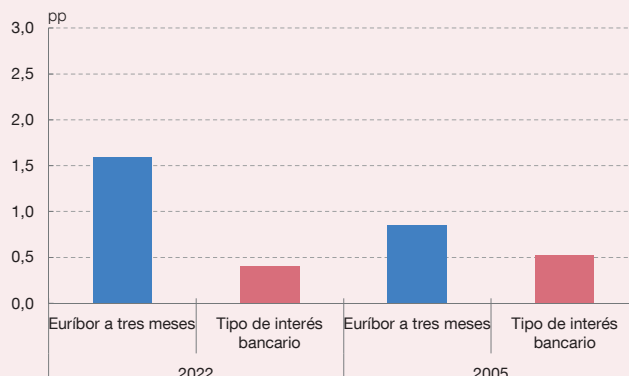


Gráfico 6
VARIACIÓN ACUMULADA DEL COSTE DEL CRÉDITO DE LOS SALDOS VIVOS A SNF Y DEL TIPO DE INTERÉS DE MERCADO (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones.
- b Se muestra la variación acumulada de los tipos de interés para dos ciclos entre el mes 0 y el mes 9. En 2022 el mes 0 corresponde a diciembre de 2021 y en 2005 a septiembre de 2005.

con los análisis previos realizados, podría estar condicionada porque, a diferencia de lo ocurrido en 2005, la remuneración de los depósitos bancarios de clientes apenas ha aumentado en esta ocasión en respuesta al incremento de los tipos de interés del mercado monetario. De este modo, el coste de financiación de las entidades financieras se habría visto menos afectado que en otras ocasiones, ejerciendo una menor presión para que estas lo trasladen al precio del crédito. La escasa respuesta de la remuneración de los depósitos podría estar vinculada, en buena medida, con la amplia liquidez y elevadas ratios de depósitos sobre crédito del sistema bancario en la situación actual. Por otra parte, hay que tener en cuenta que, a diferencia de lo ocurrido en ciclos anteriores de subidas en los tipos de interés, en esta ocasión el diferencial de la remuneración de los depósitos respecto a los tipos de interés del mercado monetario era muy elevado, ya que estos últimos se situaban en territorio negativo y los de los depósitos no bajaron de cero, salvo en casos muy concretos. No obstante, desde junio de 2022 el diferencial entre los tipos de interés interbancarios

y los de los depósitos bancarios ya es superior al registrado en períodos históricos de normalidad, siendo, por tanto, previsible que las entidades financieras comiencen a incrementar la remuneración de los depósitos en los próximos meses.

Con el fin de examinar la transmisión de los tipos de interés de mercado a los costes medios de la deuda viva, en los gráficos 5 y 6 se muestran, respectivamente, las variaciones acumuladas de estos costes y de los tipos de interés de mercado para los créditos a hogares destinados a la adquisición de vivienda y los préstamos a las SNF en el ciclo actual y en el de 2005⁶. Los resultados muestran que, en el segmento del crédito para la adquisición de vivienda, la velocidad de transmisión del euríbor a doce meses al coste medio de la deuda viva es inferior (16 %) a la registrada en el ciclo de subidas de 2005 (26 %). Este resultado está en línea con el aumento del peso relativo de los préstamos hipotecarios con tipo de interés fijo en los últimos años dentro del saldo vivo de hipotecas⁷, que se habría traducido en una mayor lentitud en la transmisión. Por su parte, en los

6 Los tipos de interés medios de los saldos vivos no están ajustados por estacionalidad ni componente irregular, ya que muestran un comportamiento más estable que los de las nuevas operaciones.

7 La proporción de hipotecas a tipo fijo ha aumentado en los años recientes hasta suponer en torno al 25 % de la cartera de crédito hipotecaria en 2021. Para más detalles, véase: Asociación Hipotecaria Española. «Un análisis dinámico de la cartera hipotecaria española. Segundo semestre de 2021» (2022).

LA TRANSMISIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO AL COSTE DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE HOGARES Y DE EMPRESAS (cont.)

préstamos a SNF el coste medio del saldo vivo se ha incrementado entre diciembre de 2021 y septiembre de 2022 en un 25 % de la variación observada en el tipo de interés de mercado de referencia (euríbor a tres meses), claramente por debajo del 61 % observado en 2005. La mayor lentitud de la transmisión en el ciclo actual podría estar asociada a una estructura de financiación de las empresas con un menor peso del crédito con tipos revisables a corto plazo, como consecuencia del alargamiento de la vida media de la deuda, y a la transmisión más lenta asociada a las nuevas operaciones. La presencia de operaciones avaladas por el ICO con plazos relativamente largos y predominancia del tipo fijo estaría contribuyendo también a la menor velocidad de traslación.

En conclusión, la evidencia mostrada en este recuadro sugiere que, en el ciclo actual, la transmisión de la

subida de los tipos de interés de mercado al coste de los nuevos préstamos bancarios está siendo más lenta que en episodios anteriores. Este mismo resultado se mantiene cuando se analiza el impacto sobre el coste de la deuda viva de las empresas y de los hogares para adquisición de vivienda. Esto significa que, para una misma variación de los tipos de interés y manteniendo el resto de las variables constantes, la capacidad de repago de la deuda se deteriora en el corto plazo en menor medida que en el pasado. En cualquier caso, será necesario continuar con un seguimiento estrecho del coste de financiación de los préstamos a hogares y a empresas, ya que, conforme continúan endureciéndose las condiciones monetarias y avanza la amortización de las operaciones existentes, sería esperable observar traslaciones más altas que las vistas hasta el momento.

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

Las crecientes tensiones macrofinancieras no impidieron que en España la actividad crediticia bancaria se mantuviera estable en el primer semestre del año, con incrementos en algunas carteras, como la de vivienda. La calidad de los balances bancarios ha mejorado también en este período, con reducciones en dudosos, vigilancia especial, refinanciados y adjudicados. La rentabilidad ordinaria del sector se ha comportado igualmente de forma favorable, apoyada por la mejora del margen de interés y de las comisiones. Por su parte, en los doce meses anteriores a junio de 2022, descendió la ratio media de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) del sector bancario español, debido fundamentalmente al crecimiento de los activos ponderados por riesgo (APR). Sin embargo, la solvencia del sector se mantuvo por encima del nivel observado antes de la pandemia.

En cualquier caso, es preciso tener en cuenta que la materialización de los riesgos macroeconómicos descritos en el capítulo anterior puede tener un impacto significativo negativo sobre la rentabilidad y solvencia de las entidades bancarias. El aumento de los tipos de interés elevará previsiblemente los ingresos de los bancos, pero también presionará al alza sus costes de financiación. En particular, podría aumentar el grado de traslación del incremento de los tipos de interés de mercado al coste de los depósitos. Además, el aumento de los costes de financiación de hogares y empresas y la caída de su renta real por la mayor inflación reducirán su capacidad de pago, lo que a su vez podría elevar notablemente los costes por dotaciones frente a deterioros financieros. En este sentido, las pruebas de estrés del Banco de España reflejan una elevada capacidad de resistencia agregada del sector bancario ante un escenario adverso de materialización de riesgos macrofinancieros, si bien este implicaría un cierto grado de consumo de capital, y su impacto es heterogéneo entre entidades en función de su modelo de negocio. Así, las entidades deben implementar una política de provisiones prudente y planificar adecuadamente su política de capital de forma que incorporen suficientemente el elevado grado de incertidumbre existente en la actualidad.

2.1 Entidades de depósito

2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

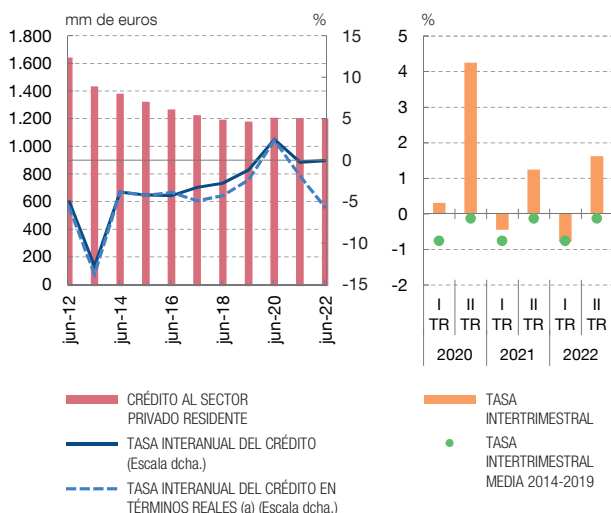
Riesgo de crédito

El crédito bancario en España se mantuvo estable en los 12 meses anteriores a junio de 2022. El saldo vivo concedido al sector privado residente en España descendió un 0,1 % en tasa interanual en ese mes (véase gráfico 2.1.1). Si se excluye el crédito a

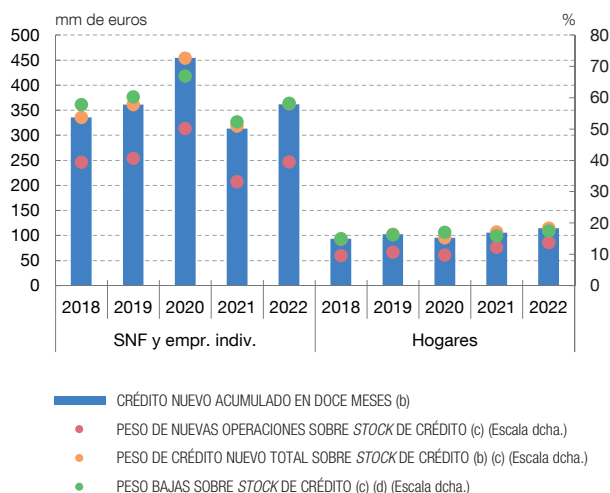
EL CRÉDITO NOMINAL AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE SE HA MANTENIDO ESTABLE EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, GRACIAS AL EQUILIBRIO ENTRE LAS BAJAS Y EL FLUJO DE CRÉDITO NUEVO

El crecimiento del crédito nuevo en hogares y sociedades no financieras hasta junio de 2022 ha sido casi totalmente compensado por el incremento de las bajas de balance. No obstante, la elevada inflación en los últimos meses ha hecho que, en términos reales, se observe un descenso significativo del crédito. Dada la limitada traslación de la inflación a la renta de los agentes privados, este descenso del crédito real no sería indicativo de una disminución generalizada de la carga de la deuda de hogares y empresas.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN
Negocios en España, DI



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO ACUMULADO EN LOS DOCE ÚLTIMOS MESES.
DATOS DE JUNIO DE CADA AÑO
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

- a 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).
- b El crédito nuevo es la suma del importe de las nuevas operaciones y del incremento de principal por disposición de líneas de crédito existentes.
- c Se considera el *stock* de crédito existente en el mes de junio del año anterior.
- d En el concepto de bajas se incluyen amortizaciones, reconocimiento de fallidos, titulizaciones y venta de carteras.

otras sociedades financieras, el crédito al sector privado no financiero también varió de forma moderada, con una expansión interanual del 0,5 %.

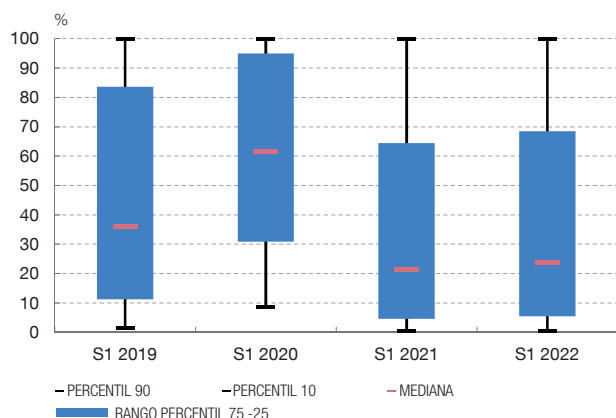
Se observa, sin embargo, una reducción del crédito en términos reales debido a la elevada inflación. En concreto, en junio de 2022 la tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente en términos reales se situó en el -5,8 % (en comparación con el -1,9 % registrado en junio de 2021). En cualquier caso, dada la limitada traslación de la inflación a la renta de los agentes privados, este descenso del crédito real no sería indicativo de una reducción generalizada de la carga financiera de hogares y de empresas.

La estabilidad observada en la evolución del crédito en términos nominales fue consecuencia del equilibrio entre el crédito nuevo y las bajas (por amortizaciones, fallidos, titulizaciones y ventas) de balance (véase gráfico 2.1.2). En este sentido, en los préstamos a sociedades no financieras y a empresarios individuales, tanto el peso

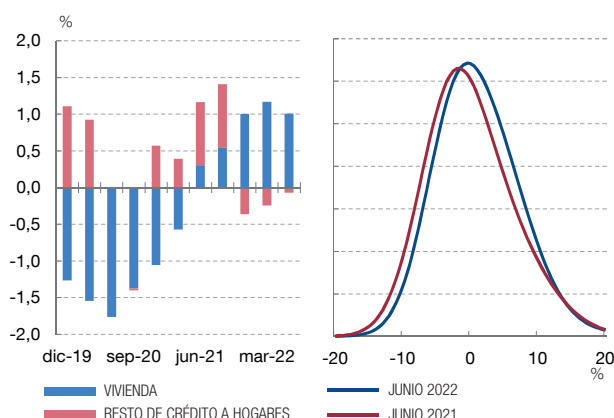
LA CONTRIBUCIÓN DE LOS CRÉDITOS NUEVOS AL SALDO DE PRÉSTAMOS DE LAS EMPRESAS CRECIÓ MUY MODERADAMENTE EN EL PRIMER SEMESTRE, MIENTRAS QUE LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A LA VIVIENDA SEGUÍA SOSTENIENDO EL CRECIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS A HOGARES

La distribución entre empresas del peso del crédito nuevo sobre su saldo total se ha desplazado en el primer semestre del año hacia valores ligeramente superiores, lo que se observa tanto en la mediana como en otros deciles. El *stock* de crédito a hogares creció un 0,9 % interanual en junio de 2022, siendo determinante la contribución del crédito a vivienda. La distribución del crecimiento de crédito a vivienda se desplazó ligeramente a valores mayores en junio de 2022 con respecto al mismo período del año anterior.

1 DISTRIBUCIÓN ENTRE EMPRESAS DEL PESO DEL CRÉDITO NUEVO EN EL SEMESTRE SOBRE STOCK VIGENTE (a)



2 CONTRIBUCIONES A LA TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES (IZQ.) Y DISTRIBUCIÓN POR ENTIDADES DE LA TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A VIVIENDA (DCHA.) (b)
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

- a El peso del crédito nuevo se computa para cada empresa como el volumen de nuevas formalizaciones de crédito en el semestre, dividido por el volumen de su crédito a final del mismo semestre. Se representa la distribución de dicha ratio para todas las empresas con nuevas formalizaciones de crédito en el semestre reportadas en la CIRBE, mientras que las empresas que no han formalizado nuevo crédito (cuya ratio sería 0 %) no se consideran. Un porcentaje del 100 % indica que la empresa disponía con anterioridad de un saldo nulo. Solo se incluyen sociedades no financieras.
- b El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación interanual del crédito a vivienda para las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe del crédito 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.

del crédito nuevo como el de las bajas¹ en los 12 meses anteriores a junio de 2022 se situó en el entorno del 60 % del *stock* existente en junio del año anterior, lo que se tradujo en una variación de este casi nula en ese período². La distribución entre empresas del peso del crédito nuevo sobre su saldo total se desplazó hacia valores ligeramente superiores en el primer semestre del año. Para las empresas que formalizaron nuevos créditos, esto se observa tanto para las que se encuentran en la mediana (un 23,7 % de su saldo de crédito había sido dispuesto en los seis meses previos a junio de 2022, frente a un 21,3 % del mismo período de un año antes) como para las de otros deciles

1 El crédito nuevo incluye tanto las nuevas operaciones como el incremento del dispuesto por el uso de líneas de crédito preexistentes. En el concepto de bajas se incluyen amortizaciones, reconocimiento de fallidos, titulaciones y venta de carteras.

2 El avance de los datos disponibles para el tercer trimestre del año apunta a un mayor dinamismo del *stock* de crédito a la actividad empresarial no financiera, que habrá que confirmar con datos adicionales en los próximos trimestres.

(véase gráfico 2.2.1). Esto indica una ausencia generalizada de indicios de acumulación rápida de riesgos de crédito nuevos en este segmento en la primera parte del año. En hogares, el peso sobre el *stock* existente del crédito nuevo en los 12 meses anteriores a junio de 2022 excedió en cerca de 1 punto porcentual (pp) al de las bajas, lo que permitió una expansión moderada de este saldo. Es necesario señalar también que el flujo de crédito nuevo, tanto para actividades empresariales como para hogares, se situó por encima de los niveles prepandemia observados en 2019.

El *stock* de crédito a hogares creció hasta junio de 2022 un 0,9% interanual, impulsado por la expansión del crédito a vivienda. Este último alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 1,3% en junio de 2022, frente al 0,4% registrado un año antes, y más que compensó el descenso del crédito para el resto de las finalidades, que retrocedió un 0,4% interanual. Así, la contribución positiva del crédito a vivienda fue determinante para observar crecimiento en el saldo del crédito a hogares en los 12 meses transcurridos hasta junio de 2022 (véase panel izquierdo del gráfico 2.2.2). El rango de distribución entre entidades del crecimiento de crédito a la vivienda se ha mantenido relativamente estable entre junio de 2021 y 2022, desplazándose de forma moderada a valores superiores (véase panel derecho del gráfico 2.2.2).

El volumen de préstamos dudosos aumentó su ritmo de descenso y alcanzó tasas de recorte similares a las observadas en el período prepandemia. En junio de 2022, la tasa de variación interanual de los préstamos dudosos del sector privado residente se situó en el -12,4%, una caída superior en 4 pp a la observada en el trimestre anterior (véase gráfico 2.3.1). Este mayor descenso, que se observó tanto en sociedades no financieras y empresarios individuales (-9,2%) como en hogares (-16,7%) (véase gráfico 2.3.2), fue generalizado entre entidades y se explica por las menores entradas en dudosos y el aumento de recobros, así como, especialmente, por la venta de carteras de activos problemáticos en algunas de ellas. Esto es en sí mismo una señal positiva sobre la capacidad de gestión del riesgo de crédito del sector, ya que los mercados para este tipo de activos deteriorados son especialmente sensibles a entornos de incertidumbre como el actual. Por el contrario, los préstamos de consumo calificados como dudosos siguen siendo un 10% superiores al nivel previo a la pandemia, aunque han descendido un 9,5% en los doce meses anteriores a junio de 2022.

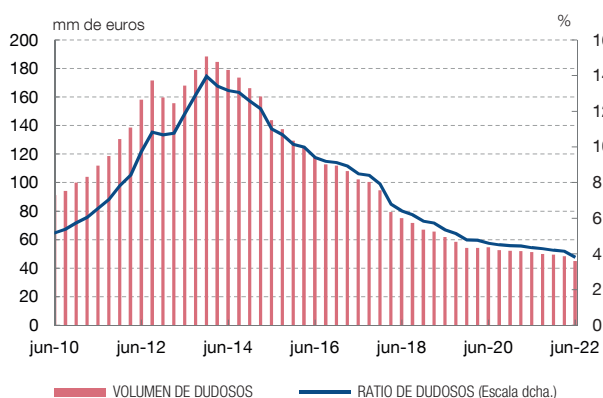
La ratio de dudosos se situó en el 3,8% en junio de 2022, bajando del 4% por primera vez desde diciembre de 2008. En los doce meses anteriores a junio de 2022, el descenso fue de 0,5 pp; esta caída se observó tanto en sociedades no financieras y empresarios individuales (-0,5 pp, hasta el 5,1%) como en hogares (-0,7 pp, hasta el 3,1%). La ratio de dudosos del sector privado residente se ha reducido en 1 pp desde diciembre de 2019 (véase gráfico 2.3.1).

Pese a la caída agregada de los préstamos dudosos, algunos sectores presentan deterioros en su calidad crediticia. En concreto, los sectores

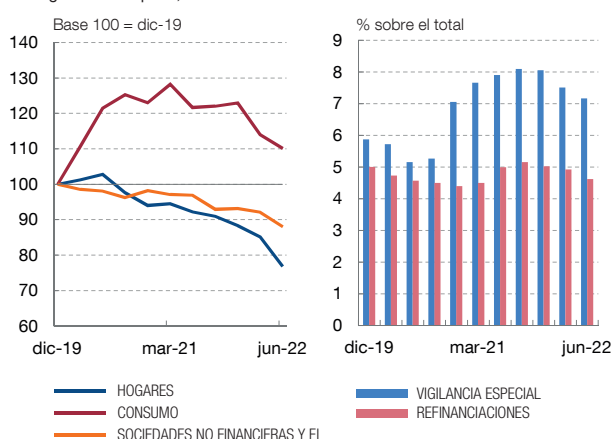
EN EL ÚLTIMO SEMESTRE SE HA PROLONGADO LA REDUCCIÓN DEL VOLUMEN Y DE LA RATIO DE PRÉSTAMOS DUDOSOS, OBSERVÁNDOSE TAMBIÉN UNA DISMINUCIÓN DEL PESO DE LOS PRÉSTAMOS REFINANCIADOS Y EN VIGILANCIA ESPECIAL

El crédito dudoso del sector privado residente descendió un 12,4 % interanual en junio de 2022, y también se redujeron los ratios de dudosos (por debajo del 4 % por primera vez desde 2008), vigilancia especial y refinanciados. La reducción de dudosos fue más notable en el crédito a hogares, en parte debido a operaciones de venta mayorista de carteras de activos problemáticos. Por sectores empresariales, solo los más afectados por la pandemia vieron aumentar su ratio de dudosos, aunque de forma muy moderada. Las empresas con préstamos en vigilancia especial en junio de 2022 presentan peores ratios de rentabilidad y endeudamiento, lo que las hace más vulnerables a un deterioro de las condiciones macrofinancieras.

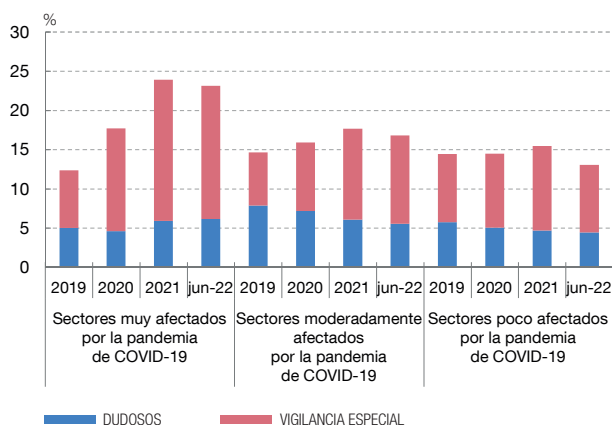
1 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España, DI



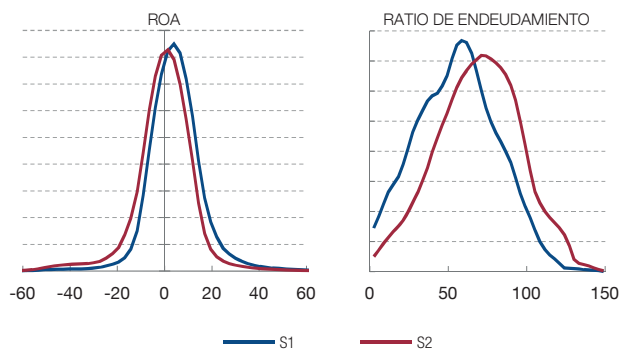
2 VOLUMEN DE DUDOSOS (IZQ.) Y SEÑALES DE DETERIORO TEMPRANO EN EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE (DCHA.) (a)
Negocios en España, DI



3 PESO DEL CRÉDITO EN SITUACIÓN DUDOSA Y VIGILANCIA ESPECIAL. SNF Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES (b)
Negocios en España, DI



4 DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO EN S1 Y S2 EN FUNCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS DEUDORAS. JUNIO DE 2022 (c)
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

- a Se muestra, para el crédito en vigilancia especial y refinanciado, el peso de cada categoría sobre el total del crédito al sector privado residente.
- b El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15 % en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. El crédito a los sectores moderadamente afectados se aproxima con la siguiente sectorización del estado regulatorio FI-130: metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los sectores poco afectados. Los datos de 2019, 2020 y 2021 corresponden a diciembre.
- c El gráfico muestra las funciones de densidad del ROA y la ratio de endeudamiento para las empresas con crédito en situación S1 (normal) y S2 (vigilancia especial), ponderando por el dispuesto de los préstamos de cada empresa en esas situaciones. El ROA se define como la rentabilidad ordinaria del activo neto, mientras que la ratio de endeudamiento se calcula como los recursos ajenos con coste sobre el activo neto. La función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de aquella, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función. El ROA y la ratio de endeudamiento se obtienen de la base de datos de la Central de Balances a fecha de cierre de 2020, mientras que la información sobre la situación de calidad crediticia de los préstamos a empresas se obtiene de datos de la CIRBE a junio de 2022. En el gráfico se han excluido las empresas con ROA o ratio de endeudamiento mayor (menor) que el percentil 95 (percentil 5) de la distribución.

empresariales más afectados por la pandemia³ mostraban un aumento de su ratio de dudosos hasta el 5,9 % en el pasado mes de diciembre, desde el 5 % de diciembre de 2019. En los primeros seis meses de 2022, la ratio de dudosos de este segmento (con un peso del 17,9 % en el total del crédito a la actividad empresarial no financiera en junio de 2022) siguió aumentando, aunque a un ritmo reducido, hasta el 6,1 % (véase gráfico 2.3.3), mientras que, en los sectores moderadamente afectados por la pandemia y en aquellos menos afectados por esta, la ratio de dudosos no dejó de descender durante este período. En el primer semestre del año, la ausencia de restricciones sanitarias ha beneficiado particularmente a los sectores más afectados por la misma. Sin embargo, ahora afrontan nuevos riesgos por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, con una situación financiera de partida debilitada por las presiones sobre su rentabilidad en el período 2020-2021.

Las ratios de préstamos en vigilancia especial⁴ y refinanciados descendieron en el último semestre, si bien la primera se mantiene por encima de sus niveles prepandemia. La ratio de préstamos en vigilancia especial sobre el *stock* total de crédito al sector privado residente alcanzó un máximo del 8,1 % en septiembre de 2021 (véase gráfico 2.3.2). Desde entonces, esta ratio se ha moderado hasta situarse en el 7,2 % en junio de 2022. En particular, en los sectores empresariales más afectados por la pandemia, los préstamos en vigilancia especial llegaron a suponer el 18 % del total en diciembre de 2021. En el primer semestre de 2022, este peso se redujo ligeramente, hasta el 17 %. En los sectores empresariales moderadamente afectados y menos afectados, el peso de los préstamos en vigilancia especial se situó en el 11,3 % y el 8,6 %, respectivamente, en junio de 2022 (véase gráfico 2.3.3). En el conjunto del sector privado residente, la proporción de préstamos en vigilancia especial continúa por encima del valor observado antes de la pandemia (5,9 % en diciembre de 2019). De forma consistente con la evaluación de una menor calidad crediticia, en junio de 2022 la distribución de las ratios de rentabilidad y de endeudamiento entre las empresas con préstamos clasificados en vigilancia especial fue peor que entre aquellas cuyos préstamos están clasificados en situación normal (véase gráfico 2.3.4). Por su parte, los préstamos refinanciados o reestructurados, que también suelen estar asociados a una mayor probabilidad de impago (su ratio de dudosos se situó en junio de 2022 en el 50,4 %), mostraron un comportamiento similar al de los préstamos en vigilancia

3 El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15 % en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refinado de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. El crédito a los sectores moderadamente afectados se aproxima con la siguiente sectorización del estado regulatorio FI-130: metalurgia, fabricación de maquinaria, otra actividad manufacturera, servicios profesionales, industrias extractivas, comercio al por mayor y al por menor, y reparación de vehículos. El resto de las actividades productivas conforman el grupo de los sectores poco afectados.

4 De acuerdo con la [Circular 4/2017](#), un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aun sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se haya observado un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

especial. El peso de estos préstamos sobre el total alcanzó su máximo en septiembre de 2021 (5,2 %), y desde entonces su relevancia se ha reducido, hasta alcanzar el 4,6 % en junio de 2022 (véase gráfico 2.3.2). En este caso, este porcentaje se sitúa por debajo del registrado antes de la pandemia (5 %).

Los activos adjudicados se situaron en junio de 2022 en 21,3 mm de euros, tras descender en los doce meses previos 4,6 mm de euros (-17,8 %). Esta tasa de descenso es similar a la observada en diciembre de 2021 (-16,7 %), pero no tan elevada como las que se registraron en los años inmediatos antes del inicio de la pandemia (-28,8 % interanual en diciembre de 2019), en los que se concentró un importante esfuerzo de saneamiento de estos activos, en particular con el recurso a la venta en operaciones mayoristas. El descenso de adjudicados hasta junio de 2022 se produjo de forma generalizada entre entidades.

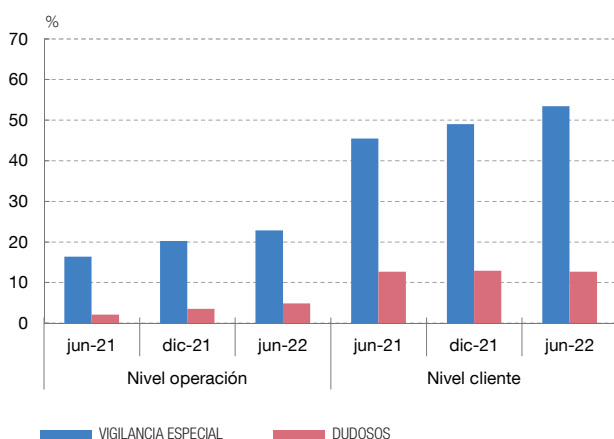
Los préstamos a empresas y empresarios individuales garantizados por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) continuaron mostrando un cierto deterioro, pero este avanzó a un ritmo menor que el observado en semestres precedentes, mientras que los préstamos vivos vinculados a moratorias vencidas mejoraron ligeramente su calidad crediticia. De acuerdo con datos obtenidos de CIRBE, el porcentaje de préstamos avalados por el ICO en vigilancia especial pasó del 20,2 % en diciembre de 2021 al 22,8 % en junio de este año (véase gráfico 2.4.1). Por su parte, el porcentaje de dudosos en esta cartera ascendió algo más de 1 pp, del 3,5 % al 4,8 % en el mismo período. Sin embargo, el peso en el conjunto del crédito ICO de los clientes con alguna exposición dudosa, sea en una operación con aval del ICO o en otra sin la presencia de esta garantía, se redujo ligeramente respecto al trimestre anterior, del 12,9 % al 12,6 %. El recuadro 2.1 analiza la relación de extensiones de plazo y expiración de períodos de carencia en préstamos ICO con su calidad crediticia. Por su parte, en los préstamos vivos vinculados a moratorias vencidas, el porcentaje de los que se encuentran en situación dudosa se situó en el 10,7 % en junio de 2022, frente al 11,1 % de diciembre de 2021. Respecto al porcentaje de los que se encuentran en vigilancia especial, este ha aumentado ligeramente, del 20,2 % al 20,6 %, en el período comentado (véase gráfico 2.4.2).

La buena evolución de la calidad crediticia en el último semestre hace que el sector bancario afronte el actual escenario de incertidumbre macroeconómica desde una mejor posición inicial, pero no permite descartar un peor comportamiento en los próximos trimestres. Para una valoración completa de la calidad del crédito, es necesario adoptar una perspectiva prospectiva y tener en cuenta su interrelación con las condiciones macroeconómicas esperadas, en particular el PIB y los tipos de interés, que están evolucionando de manera desfavorable. El recuadro 2.2, que presenta los resultados de pruebas de resistencia del Banco de España ante un empeoramiento importante del cuadro macroeconómico, alejado de las expectativas centrales, considera de forma destacada el canal de deterioro

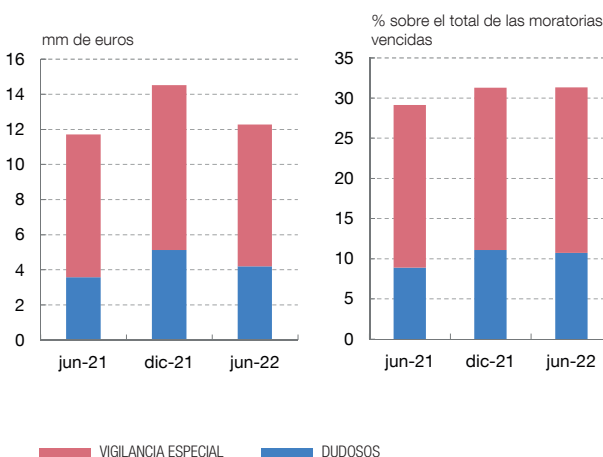
LA CARTERA DE PRÉSTAMOS ICO PRESENTÓ EN LA PRIMERA MITAD DE 2022 UN MENOR RITMO DE DETERIORO QUE EN TRIMESTRES ANTERIORES, MIENTRAS QUE LOS PRÉSTAMOS VIVOS VINCULADOS A MORATORIAS COVID-19 VENCIDAS REDUJERON LEVEMENTE SU RATIO DE DUDOSOS

La proporción de préstamos con garantía ICO en vigilancia especial y dudoso aumentó, respectivamente, en cerca de 2 pp y 1 pp en el primer semestre del año. Sin embargo, el peso en esta cartera de los clientes con algún préstamo dudoso en el conjunto de sus operaciones, con o sin aval del ICO, se redujo del 12,9 % al 12,6 % en este mismo período. El porcentaje dudoso de préstamos vivos vinculados a moratorias vencidas o desistidas se situó en junio de 2022 en el 10,7 % frente al 11,1 % de diciembre de 2021, si bien el peso de los préstamos en vigilancia especial aumentó ligeramente en esta cartera en ese mismo período.

1 EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD CREDITICIA DE LOS PRÉSTAMOS AVALADOS POR EL ICO (a)
Negocios en España, DI



2 PRÉSTAMOS DUDOSOS Y EN VIGILANCIA ESPECIAL CON MORATORIAS COVID-19 VENCIDAS (b)
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

- a En el análisis a nivel de operación, se mide la proporción del volumen de préstamos con aval ICO a empresas y empresarios individuales que presentan una situación de crédito dudoso o de vigilancia especial. En el análisis a nivel de cliente, se evalúa para cada empresa y empresario individual que ha accedido a algún préstamo ICO todo su riesgo dispuesto en todas las operaciones financieras declaradas a la CIRBE, con cualquiera de las entidades del sistema. Si ese cliente presenta alguna operación con problemas (vigilancia especial o dudoso) por encima de un umbral de materialidad mínimo, se le asigna la correspondiente marca de deterioro. Se calcula entonces la proporción del volumen de préstamos con aval ICO asociada a clientes con alguna marca de vigilancia especial o dudoso en el conjunto de todas sus operaciones de crédito.
- b Se consideran, a cada fecha, aquellos préstamos que presentan moratorias vencidas, con y sin garantía hipotecaria, correspondientes a los distintos programas adoptados desde abril de 2020 para aliviar el efecto de la pandemia de COVID-19. Más del 80 % de los préstamos con moratoria vencida corresponden a préstamos con garantía hipotecaria.

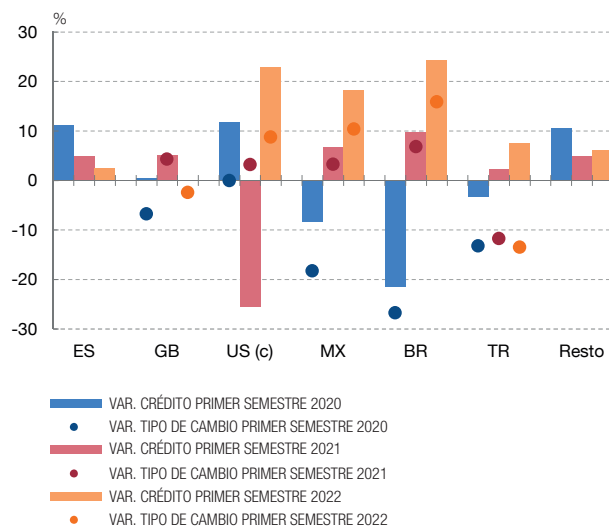
de la calidad crediticia dentro de una evaluación más amplia del grado de solvencia agregada del sector.

El volumen del negocio en el exterior de las entidades de depósito españolas creció un 8,3 % durante el primer semestre de 2022. Este crecimiento es superior al registrado en el primer semestre de 2021 (1,1 %). En comparación con las variaciones de los primeros semestres de los últimos años, el volumen de crédito se expandió con fuerza en Estados Unidos (23 %), México (18,3 %) y Brasil (24,4 %), en gran medida como consecuencia de la evolución de los tipos de cambio frente al euro de las monedas de estos países (véase gráfico 2.5.1). Como se ha venido señalando en anteriores IEF, la posición neta de las entidades españolas en las monedas no locales de las economías emergentes donde desarrollan su actividad es reducida, lo que, en cualquier caso, mitiga el riesgo financiero de variaciones del tipo de cambio de dichas monedas. Las ratios de dudosos de los préstamos al

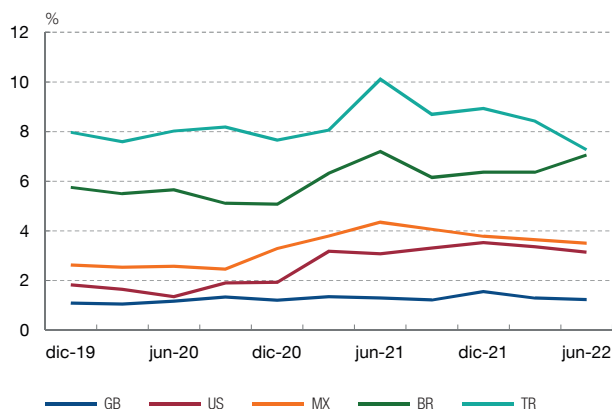
EL CRÉDITO EN EL EXTERIOR SE EXPANDIÓ EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, FAVORECIDO POR LA DEPRECIACIÓN DEL EURO FRENTE A OTRAS DIVISAS, AL TIEMPO QUE LAS RATIOS DE DUDOSOS OBSERVADAS EN ESTAS EXPOSICIONES CONTINÚAN CONTENIDAS

El negocio en el exterior de las entidades de depósito españolas se incrementó entre diciembre de 2021 y junio de 2022 en un 8,3%. En el primer semestre de este año el crédito se expandió con fuerza en Estados Unidos, México y Brasil, mientras que se ralentizó en el Reino Unido. La depreciación del euro frente a las divisas de varios de los principales países donde se concentra el negocio en el extranjero favoreció esta expansión. Las ratios de dudosos en los principales mercados extranjeros donde operan las entidades españolas han descendido en los últimos trimestres, con la excepción de Brasil.

1 CRÉDITO EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR (a)
Variación intersemestral del crédito y los tipos de cambio (b). Datos consolidados



2 RATIO DE DUDOSOS SOBRE PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Datos consolidados (d)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- Se incluye el total de los préstamos y anticipos tanto en actividad local como no local de cada país (bancos centrales, AAPP, entidades de crédito, otras sociedades financieras, sociedades no financieras y hogares).
- Un signo positivo en la variación del tipo de cambio indica una apreciación de la divisa frente al euro.
- El valor muy negativo de la variación del crédito en Estados Unidos en el primer semestre de 2021 se debe a una operación de venta por parte de una entidad.
- Estas ratios son ligeramente más elevadas que las presentadas en anteriores IEF, dado que se refieren al total del sector privado residente en cada país, excluyendo por tanto bancos centrales, AAPP y entidades de crédito, que habitualmente presentan exposiciones dudosas muy reducidas, y que se utilizaban para el cálculo de las ratios de dudosos en IEF anteriores. De esta forma, el IEF se adapta a los cambios introducidos por el BCE en sus publicaciones.

sector privado residente de los diferentes países de exposición tendieron a la baja en los doce meses anteriores a junio de 2022, con la excepción de Brasil (véase gráfico 2.5.2).

Condiciones de liquidez y financiación

El balance del Eurosistema se ha mantenido estable en los últimos meses, en línea con la estrategia de normalización de la política monetaria de los bancos centrales. El saldo de los programas de compras ha aumentado ligeramente (31 mm de euros) desde la fecha de cierre del IEF anterior, aunque este aumento se produjo únicamente hasta junio, cuando el Banco Central Europeo (BCE) anunció el fin de sus compras netas. Adicionalmente, se ha producido una amortización anticipada

de una parte de los saldos de las TLTRO III por un importe de 83 mm de euros. El exceso de liquidez que mantienen las entidades bancarias europeas ha aumentado 113 mm de euros en este período, con un traspaso desde las cuentas corrientes que las entidades mantienen en el banco central hasta la facilidad de depósito, que, tras las subidas de los tipos de política monetaria, comienza a estar remunerada (véase gráfico 2.6.1).

Las recientes subidas de los tipos de política monetaria se han transmitido a los tipos en los mercados monetarios. El tipo de interés de las operaciones no garantizadas (€STR)⁵ ha evolucionado en línea con las subidas de 50 puntos básicos (pb) y 75 pb realizadas en los tipos oficiales en julio y septiembre, respectivamente⁶. Sin embargo, estos movimientos todavía no se trasladaron en su totalidad a los tipos de interés en los mercados garantizados (*repo*)⁷, en un contexto de escasez de colateral que está presionando a la baja los tipos de interés en este segmento. Por su parte, cabe señalar que el BCE ha decidido eliminar temporalmente el techo a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas⁸ para preservar la transmisión efectiva de la política monetaria y el funcionamiento ordenado del mercado en un contexto de ajuste de las condiciones monetarias al retorno a los tipos de interés positivos (véase gráfico 2.6.2). En el mercado interbancario, la evolución del euríbor a tres meses también ha estado marcada por las recientes subidas de tipos y las expectativas de mayores incrementos.

El coste de financiación de los bancos españoles en el mercado mayorista ha seguido repuntando en los últimos meses para los diferentes instrumentos de deuda⁹. Las subidas en los tipos de política monetaria¹⁰ en 2022 han contribuido al aumento de las rentabilidades requeridas de la deuda bancaria en el mercado secundario. Esta traslación ha sido más notable en el caso de los distintos instrumentos de deuda sénior. Concretamente, durante el año 2022 la correlación entre el rendimiento requerido en los instrumentos de deuda sénior y el tipo libre de riesgo (OIS) ha sido superior al 95 %. Por su parte, la rentabilidad de la deuda convertible contingente

5 Representa el coste de financiación de los bancos de la zona del euro en las operaciones no garantizadas a un día. El tipo de interés y el volumen negociado son calculados y publicados por el BCE cada día hábil, utilizando la información proporcionada por las 48 entidades de la zona del euro que reportan al BCE a través del *Money Market Statistical Reporting* (MMSR).

6 El BCE anunció el 21 de julio la subida de los tipos en 50 pb, con efecto a partir del 27 de julio. Posteriormente, el 8 de septiembre decidió un aumento de 75 pb, que se aplicaría a partir del 14 de septiembre.

7 En el mercado garantizado, los tipos de interés se calculan como los tipos de las transacciones a un día utilizando como colateral deuda emitida por administraciones públicas españolas, alemanas, italianas y francesas realizadas por los bancos que reportan al MMSR.

8 Antes del anuncio realizado en septiembre de 2022, el tipo de interés aplicado a estos depósitos era el mínimo entre el €STR y el tipo de la facilidad de depósito, con un valor máximo del 0 %.

9 Los precios del mercado secundario de deuda proporcionan una medida del coste implícito para las entidades de acceder a la financiación mayorista aun cuando no haya emisiones activas de instrumentos en todas las fechas. Este coste de financiación se obtiene como la media del tipo de interés negociado en el mercado secundario para los diferentes tipos de bonos de los bancos cotizados.

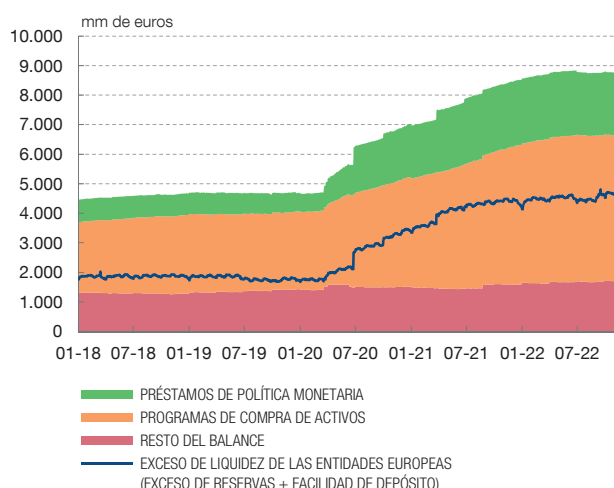
10 Se utiliza como referencia el tipo OIS con el mismo vencimiento que la cartera de deuda no garantizada, que representa el mayor volumen de emisiones y deuda viva para estas entidades.

Gráfico 2.6

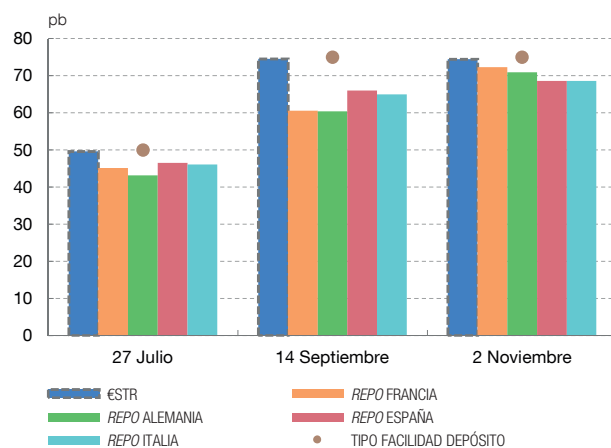
EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA HA LLEVADO A LA ESTABILIZACIÓN DEL BALANCE DEL BANCO CENTRAL EUROPEO, QUE SE MANTIENE, SIN EMBARGO, MUY POR ENCIMA DEL NIVEL PREVIO A LA PANDEMIA, AL TIEMPO QUE LAS SUBIDAS DE TIPOS SE HAN TRASLADADO YA EN PARTE A LOS MERCADO MONETARIOS Y A LA FINANCIACIÓN MAYORISTA

En los mercados monetarios, las subidas de tipos oficiales se han trasladado por completo al tipo €STR en el segmento no garantizado, pero solo parcialmente a los tipos del mercado *repo*. Por su parte, las expectativas de mayores tipos de interés han contribuido también al aumento de los costes de la deuda bancaria española en el mercado secundario. Las entidades españolas han sido muy activas en la emisión de instrumentos de deuda, ante la posibilidad de mayores costes futuros y la necesidad de cumplir con requerimientos regulatorios.

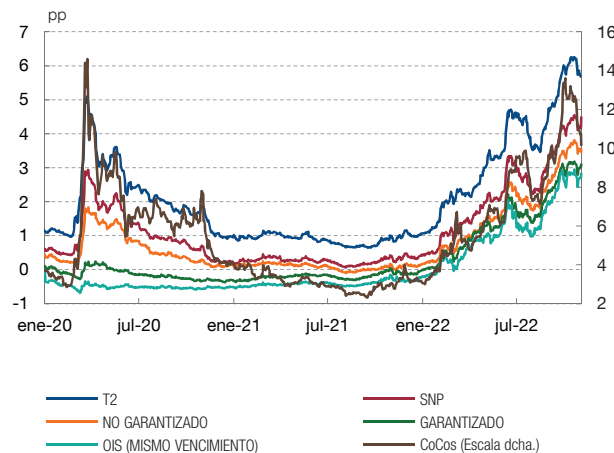
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES EUROPEAS



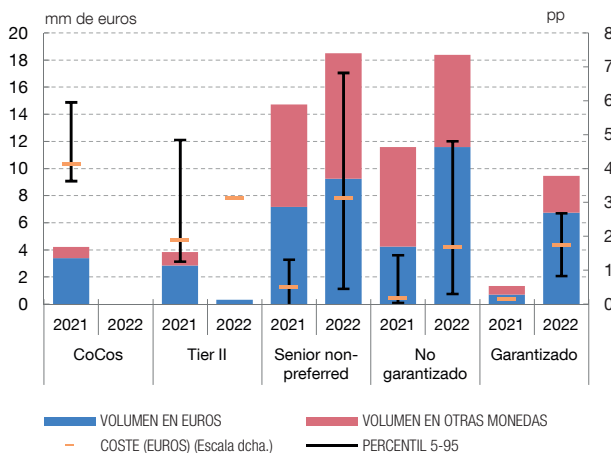
2 VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE LOS MERCADOS MONETARIOS (a)



3 COSTE DE LA DEUDA BANCARIA MAYORISTA. MERCADO SECUNDARIO. ENTIDADES ESPAÑOLAS (b)



4 VOLUMEN Y COSTE DE EMISIONES POR TIPO DE INSTRUMENTOS. ENE-OCT 2021 FRENTE A ENE-OCT 2022. ENTIDADES ESPAÑOLAS (c)



FUENTES: Bloomberg, Dealogic, Thomson Reuters, MMSR y Banco de España.

- a Variación en el día de las subidas de tipos oficiales (julio, septiembre y noviembre) en el tipo €STR y en las transacciones repo a un día utilizando como colateral deuda emitida por entidades de gobierno españolas (ES), alemanas (DE), italianas (IT) y francesas (FR), realizadas por los bancos que reportan a MMSR.
- b El coste 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. Se muestra el OIS (*Overnight Indexed Swap*) al mismo plazo que la media del vencimiento medio de la deuda no garantizada. CoCos: Deuda computable como *Tier I* (deuda convertible contingente); T2: Deuda que cumple con la normativa *Tier II*; SNP: deuda *senior non-preferred* computable para MREL.
- c Se muestra el coste de las emisiones en mercado primario para bonos en euros comparando el período de enero a octubre en 2021 y 2022. En algunas categorías no se muestra el rango de los percentiles 5-95 porque solo se ha producido una única emisión en el período.

(CoCos) ha experimentado un incremento menor y se sitúa en niveles inferiores a los alcanzados durante la pandemia (véase gráfico 2.6.3).

Las entidades bancarias españolas han disminuido sustancialmente en 2022 las emisiones de deuda subordinada (CoCos y Tier 2) y han aumentado las emisiones de deuda sénior *non-preferred*. El descenso de las emisiones de deuda subordinada se debería en buena medida a que las entidades españolas habrían alcanzado ya los volúmenes requeridos por la normativa prudencial con sus emisiones en años anteriores y por el mayor coste relativo de este tipo de instrumentos. Por su parte, el aumento de las emisiones de deuda sénior *non-preferred*¹¹ estaría en línea con la necesidad de las entidades españolas de cumplir con las exigencias MREL de sus supervisores. Cabe destacar que un mayor número de entidades¹² han podido realizar este tipo de emisiones, que tienen un coste menor que las alternativas admisibles para cumplir con los requerimientos del MREL (véase gráfico 2.6.4).

En un contexto de reducción de la financiación de los bancos centrales y de subidas de tipos de interés, el sector bancario ha incrementado el volumen de las emisiones de deuda sénior, que se han producido a un mayor coste. El mercado de emisiones de deuda mayorista ha tenido más actividad en los nueve primeros meses de 2022 que en el mismo período del año anterior. Esto se debe tanto al incremento de emisiones de deuda sénior garantizada como de deuda no garantizada. Este tipo de emisiones permiten financiar a las entidades su actividad ante la finalización de las operaciones de financiación del Eurosistema (TLTRO III), cuyas condiciones de financiación han sido modificadas recientemente¹³. Adicionalmente, las nuevas emisiones se han realizado a un coste más elevado, con mayor heterogeneidad entre entidades y fechas de emisión. El mercado ha estado especialmente activo desde julio y, así, en septiembre se produjeron alrededor de la cuarta parte de las emisiones realizadas en el conjunto del año. Esto ha sucedido a pesar de que las emisiones se han efectuado a unos costes más elevados (véase gráfico 2.6.4), con una prima sobre el tipo libre de riesgo mayor que la observada a inicios del ejercicio, coincidiendo con las recientes subidas de tipos. Ahora bien, ello se puede explicar al menos en parte por la expectativa de incrementos adicionales de tipos por los bancos centrales en los próximos meses¹⁴ y por la búsqueda de las entidades de anticipar la captación de financiación antes de que estos se produzcan.

11 Se trata de un tipo de deuda aprobada por la normativa en 2017 y que permite a las entidades bancarias el cumplimiento de los requisitos mínimos de fondos propios admisibles (MREL).

12 En los años anteriores, la mayor parte de las emisiones de estos instrumentos las realizaban las entidades grandes cotizadas.

13 Además, el Consejo de Gobierno de BCE decidió el 27 de octubre ajustar los tipos de interés aplicables. Desde el 23 de noviembre de 2022 hasta la fecha de vencimiento o la fecha de reembolso anticipado, el tipo de interés aplicable a las operaciones TLTRO III se indexará al promedio durante ese período de los tipos de interés oficiales del BCE aplicables.

14 Las expectativas de tipos basadas en derivados financieros (OIS) sugieren que el tipo terminal para el área del euro, es decir, el valor que alcanzarían los tipos de política monetaria después de haberse efectuado las subidas, podría llegar hasta el 3%.

En relación con las condiciones para la emisión de deuda bancaria, es relevante notar también el refuerzo del régimen de regulación y supervisión de los bonos garantizados en el reciente Real Decreto-ley 24/2021. Esta norma¹⁵ transpone la normativa europea y supone un cambio de régimen muy significativo para el mercado español. La nueva regulación obliga a la entidad emisora de estos instrumentos financieros a identificar mediante un registro especial el grupo de activos que constituyen la garantía frente a los tenedores de los bonos a lo largo de la vida de estos. Esta garantía debe ser válida incluso ante el concurso o resolución de la entidad de crédito emisora. La nueva norma obliga también a mantener un colchón de activos de elevada liquidez para cubrir la potencial salida neta de fondos vinculados a bonos garantizados durante 180 días.

El reforzamiento del régimen de supervisión de los bonos garantizados afectaría a los controles internos de las entidades y al llevado a cabo por el Banco de España. Por un lado, estaría la obligación de la entidad emisora de designar un órgano de control del conjunto de garantías que asegure que se cumplen los requisitos legales y contractuales de la emisión, entre los que se incluyen la supervisión de las entradas y salidas de los activos del conjunto de las garantías. Por otro lado, estaría la supervisión realizada por el Banco de España, cuyas funciones abarcan desde la autorización del órgano de control hasta la propia autorización de cada programa de emisión de bonos garantizados.

El peso de los depósitos de hogares y de sociedades no financieras en la estructura de pasivo de las entidades españolas es relativamente elevado en comparación con los bancos de otros países europeos. En el caso de las principales entidades españolas, los datos a nivel consolidado de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) correspondientes a junio de 2022 muestran, sobre el total de su pasivo, un peso de los depósitos de hogares y de sociedades no financieras del 36 % y del 15 %, respectivamente, por lo que estas partidas constituyen la principal fuente de financiación de las entidades (51 % de forma conjunta). A escala europea, si bien los depósitos de hogares y de sociedades no financieras no llegan a alcanzar la importancia observada en España, desempeñan igualmente un papel fundamental en la estructura de financiación de las entidades, con un peso de entre el 28 % (Alemania) y el 50 % (Países Bajos) del total pasivo (véase gráfico 2.7.1).

Los depósitos a la vista constituyen el grueso de los depósitos captados en España, donde se registra también una reducida ratio de préstamos sobre depósitos¹⁶. En junio de 2022, fruto del entorno de bajos tipos de interés de los

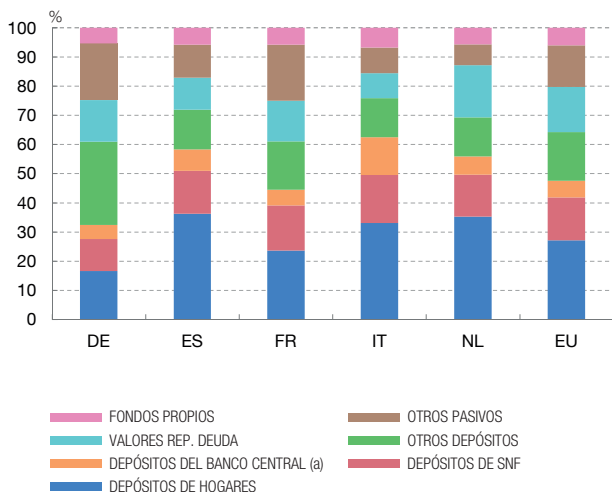
15 El Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, que transpone la Directiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la emisión y la supervisión pública de bonos garantizados y por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2014/59/UE.

16 Este análisis se sustenta en datos procedentes de los estados de reporte de información regulatoria sobre tipos de interés que las principales entidades bancarias españolas tienen obligación de presentar mensualmente al BCE.

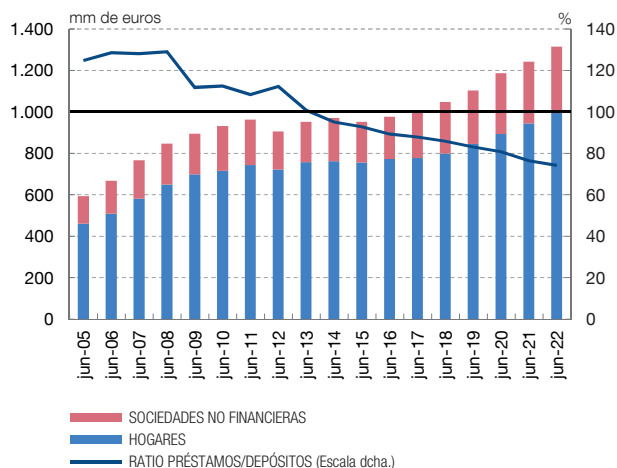
LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS REPRESENTAN EL PRINCIPAL ELEMENTO DEL PASIVO DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS Y, POR EL MOMENTO, APENAS HAN TRASLADADO A SU COSTE LAS SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS

Los depósitos de hogares y de sociedades no financieras constituyen la principal fuente de financiación de las entidades bancarias españolas y, en menor medida, de las entidades del resto de los países europeos. En España, estos depósitos han experimentado un crecimiento significativo en los últimos años a pesar del contexto de tipos de interés bajos, que ha propiciado su concentración en cuentas a la vista frente a plazo. El incremento reciente de los tipos de interés de referencia no se ha trasladado, por el momento, a los tipos comerciales de depósito, a diferencia de otros episodios históricos de subidas de tipos.

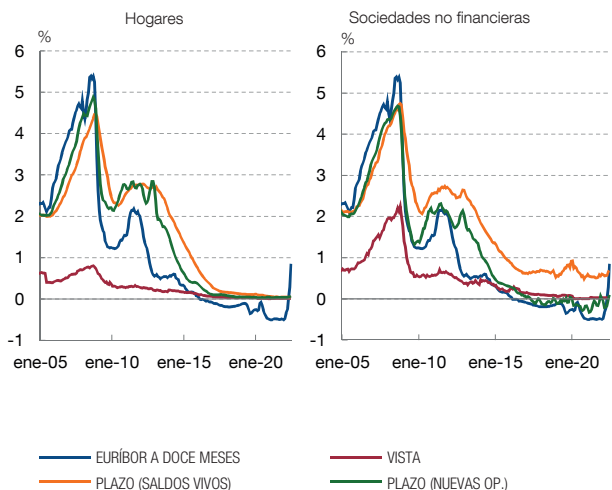
1 COMPOSICIÓN DEL PASIVO. COMPARATIVA EUROPEA
Datos consolidados, junio de 2022



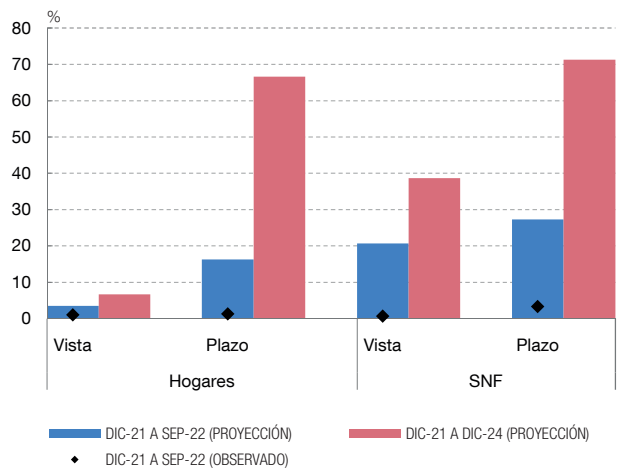
2 EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y DE LA RATIO PRÉSTAMOS/DEPÓSITOS (b) Negocios en España, DI



3 EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE DEPÓSITO Y EL EURÍBOR A DOCE MESES
Hogares y sociedades no financieras



4 TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DEL EURÍBOR A LOS TIPOS DE INTERÉS DE DEPÓSITO (c)



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Estimado a partir del volumen de depósitos de bancos centrales (zona del euro) reportado por el conjunto de entidades de cada país y la proporción que la muestra de entidades incluidas en el Risk Dashboard de la Autoridad Bancaria Europea suponen a nivel consolidado sobre el total del sistema en términos de activo.
- b La ratio de préstamos/depósitos considera únicamente créditos y depósitos de hogares y sociedades no financieras.
- c La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés comercial 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 y al que se han aplicado las proyecciones del euríbor a doce meses y de otras variables macroeconómicas publicadas por el Banco de España en octubre de 2022.

últimos años, solo el 6,6 % de los depósitos correspondían a operaciones a plazo, frente al 40 % que estas suponían en junio de 2005 o al 55,4 % de junio de 2011. El bajo nivel de los tipos de interés no ha sido obstáculo para que el volumen de depósitos haya crecido de forma notable en años recientes, lo que ha contribuido a una reducción muy significativa de la ratio de préstamos sobre depósitos de hogares y de sociedades no financieras. Esta pasó de situarse en el 129 % en junio de 2008, antes del estallido de la crisis financiera global, al 74,2 % de junio de 2022 (véase gráfico 2.7.2).

El análisis del nivel de traslación (*pass-through*) del incremento reciente en el tipo de interés del euríbor a doce meses a los tipos de interés de depósito de las entidades españolas muestra que hasta la fecha ha sido muy reducido e inferior a lo observado en el pasado¹⁷. En los últimos 18 años se observa una elevada correlación entre los tipos de depósito y el euríbor a doce meses, aunque con diferencias en función de plazo y de contraparte (véase gráfico 2.7.3). Sin embargo, el incremento acumulado de 325 pb registrado en el euríbor a doce meses durante los primeros nueve meses de 2022 no se ha trasladado en ningún grado apreciable a los tipos de interés de los depósitos de hogares, ni a la vista ni a plazo. En el caso de las empresas, se observa una cierta traslación en los depósitos a plazo, pero muy limitada. Sin embargo, la traslación de los tipos de referencia a los tipos de interés de depósito podría intensificarse en los próximos meses. En este sentido, los niveles de traslación esperados de acuerdo con la modelización de las series históricas serían muy reducidos en el caso de los depósitos a la vista de hogares (apenas un 7 %), cercanos al 40 % en el caso de los depósitos a la vista de sociedades no financieras y de en torno al 70% para los depósitos a plazo tanto de hogares como de empresas (véase gráfico 2.7.4). Es de esperar también que la mayor traslación a los tipos de depósito a plazo favorezca una recomposición entre las proporciones de depósitos a la vista y a plazo, un proceso que todavía no se ha iniciado en volúmenes significativos.

2.1.2 Rentabilidad y solvencia

Rentabilidad

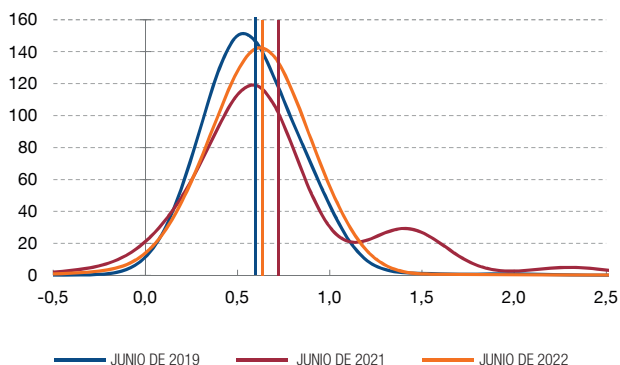
En la primera mitad de 2022, el sector bancario español registró un resultado neto consolidado de 12.500 millones de euros, a lo que contribuyó la mejora de la rentabilidad ordinaria. Aunque el resultado neto semestral se redujo en junio de 2022 un 9,3 % en tasa interanual (véase anejo 2), el resultado de junio de 2021

17 Partiendo de los tipos de interés medios sobre los saldos vivos de depósitos en los reportes al BCE, se ha realizado un análisis econométrico con un modelo de vectores autorregresivos para explicar su evolución como función de la del euríbor a doce meses y otras variables macroeconómicas. Esta modelización permite realizar predicciones acerca de la evolución esperada de los tipos comerciales de depósito dada una senda de proyección para el euríbor a doce meses y las restantes variables macroeconómicas.

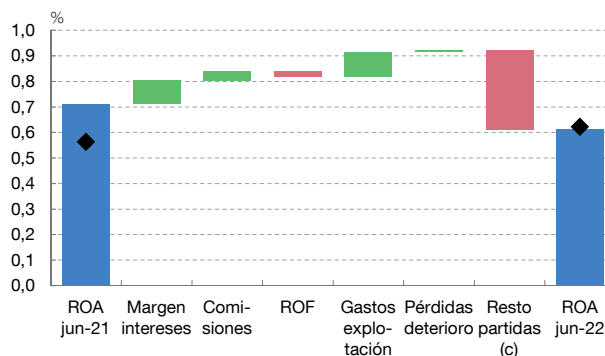
EL RESULTADO ORDINARIO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL EN LA PRIMERA MITAD DE 2022 AUMENTÓ RESPECTO AL AÑO ANTERIOR

Aunque el resultado neto del sector se redujo en la primera mitad de 2022, esto se debió al efecto base de los beneficios extraordinarios registrados en el primer semestre de 2021, de modo que, sin tenerlos en cuenta, la rentabilidad habría aumentado. La distribución entre entidades del ROA en junio de 2022 se concentraba en valores más altos que en el periodo inmediatamente anterior a la pandemia. Esta mejora se produjo principalmente por los incrementos, superiores al 10 %, en el margen de intereses y en las comisiones. Por su parte, las pérdidas por deterioro del sector en su conjunto se mantuvieron relativamente estables respecto al año anterior.

1 DISTRIBUCIÓN DEL ROA (a)
Datos consolidados



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la función de densidad de la rentabilidad sobre activos para las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe de activos totales medios. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la misma, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función. La línea vertical indica el ROA medio ponderado del conjunto del sistema bancario español en junio de 2019 (línea azul), junio de 2021 (línea roja) y junio de 2022 (línea naranja).
- b 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 2022 respecto a junio de 2021. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo los resultados extraordinarios. En particular, en junio de 2021: resultados extraordinarios positivos como consecuencia de una fusión (2,9 mm de euros), segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros), resultados generados por una entidad en Estados Unidos hasta su venta el 1 de junio de 2021 (0,3 mm de euros) y costes de reestructuración extraordinarios (-1,2 mm de euros); y en junio de 2022: impacto neto por la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros).
- c Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios referidos en la nota anterior.

estaba condicionado por la presencia de beneficios extraordinarios¹⁸ registrados en ese período (véase gráfico 2.8.1)¹⁹, de modo que, sin tenerlos en cuenta, en junio de 2022 el resultado neto habría sido un 16,3 % superior al del año anterior. El resultado neto realizado se traduce en una rentabilidad sobre activos (ROA) del 0,61 % (inferior

18 En el primer semestre de 2021 se registraron resultados extraordinarios positivos como consecuencia de una fusión [cuyo valor neto se sitúa en 2,9 mm de euros procedentes del fondo de comercio negativo (4,3 mm de euros) y el impuesto de sociedades (0,6 mm de euros), menos los gastos extraordinarios de explotación procedentes del acuerdo laboral y otros gastos de integración (2 mm de euros)]; la segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros); los resultados generados por una entidad en Estados Unidos hasta su venta el 1 de junio de 2021 (0,3 mm de euros), y los costes de reestructuración en las dos principales entidades (-1,2 mm de euros). En el primer semestre de 2022 se registraron resultados extraordinarios negativos por la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros).

19 La distribución del ROA de junio de 2021 presentaba dos acumulaciones de resultado anormalmente elevadas que se correspondían con los beneficios extraordinarios de dos entidades, de modo que buena parte de la distribución del ROA de junio de 2022 se sitúa a la derecha (es decir, registrando un ROA superior) de la distribución de junio de 2021. Asimismo, la distribución entre entidades del ROA en junio de 2022 se concentraba en valores más altos que en el periodo inmediatamente anterior a la pandemia (véase gráfico 2.8.1).

en 0,1 pp²⁰ al 0,71 % registrado el año anterior) y una rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE) del 10 % (inferior en 1,2 pp al 11,2 % de junio de 2021). Sin tener en cuenta los resultados extraordinarios, en junio de 2022 el ROA se habría situado en el 0,62 % (superior en 0,06 pp al 0,56 % de junio de 2021 sin extraordinarios, véase gráfico 2.8.2), mientras que el ROE habría sido del 10,1 % (superior en 1,3 pp al 8,9 % de junio de 2021 sin extraordinarios). De esta forma, la rentabilidad de los bancos se ha situado por encima de su coste del capital, que en el primer semestre del año se estima en el entorno del 7 %. De acuerdo con los resultados publicados por las entidades cotizadas en las últimas semanas, este comportamiento favorable de los resultados habría tenido continuidad en el tercer trimestre del año.

En conjunto, el ROA de los principales sistemas bancarios europeos se situó en junio de 2022 en un nivel superior al del promedio de los dos últimos años y similar al ROA prepandemia. El ROA del sector bancario español fue el más elevado, junto con el italiano, de los principales países europeos y superior al de la media de la zona del euro (véase gráfico 2.9.1).

Por su parte, los resultados en el extranjero de las entidades españolas con más actividad internacional significativa mejoraron en comparativa interanual en el primer semestre de 2022. La mejora alcanzó a la mayoría de las principales geografías en las que desarrollan su actividad, exceptuando a Estados Unidos y Turquía, y siendo México el país en el que más aumentó el beneficio (véase gráfico 2.9.2).

Los aumentos del margen de intereses y de las comisiones fueron los principales determinantes de la buena evolución del beneficio observada en la primera mitad de 2022. El margen de intereses y las comisiones a nivel consolidado se incrementaron en tasa interanual en junio de 2022 en la misma proporción, un 11,2 %.

La mejora del margen de intereses se debe a un efecto precio, pero sobre todo a un efecto cantidad²¹. Entre los meses de junio de 2021 y 2022 se ha producido un cambio en la tendencia del margen de intereses, que había sido negativa en los dos años anteriores (véase gráfico 2.10.1). El aumento de más de 3.500 millones de euros del margen de intereses consolidado se debió en parte al efecto precio, como

20 Esta diferencia interanual negativa se ensancha por el aumento de los activos totales medios (véase anejo 1, en el que se muestra la variación interanual del activo total, variable muy relacionada con el activo total medio, aunque no exactamente igual), que crecen un 5,4 % entre junio de 2021 y junio de 2022. Lo mismo ocurre para el ROE, aunque en menor medida, dado que el incremento interanual del patrimonio neto medio es bastante inferior, del 1,6 %.

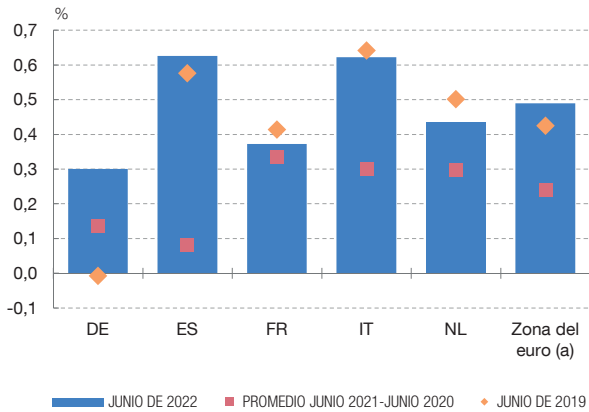
21 El efecto cantidad se calcula como el producto de la variación de la inversión (en el caso de los ingresos) o de la financiación (en el caso de los gastos) por la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o el coste (en el caso de los gastos) mantenidos constantes en los valores del período inicial. 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. Una vez calculados los efectos precio y cantidad sobre los ingresos por intereses y gastos por intereses, los efectos sobre el margen de intereses se calculan como la diferencia entre ambos.

Gráfico 2.9

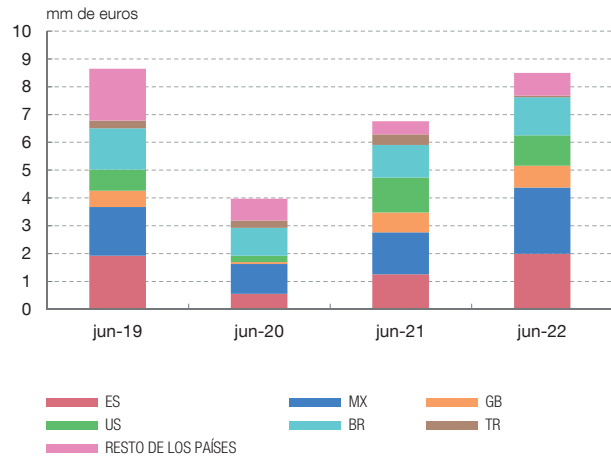
EL ROA DE LOS BANCOS DE LOS PRINCIPALES PAÍSES EUROPEOS SE SITUABA EN NIVELES PREPANDEMIA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, MIENTRAS QUE CONTINUABA LA EVOLUCIÓN FAVORABLE DE LOS BENEFICIOS EN EL NEGOCIO EN EL EXTRANJERO DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS

En la primera mitad de 2022, el ROA de los principales sistemas bancarios europeos se situó en un nivel superior al promedio de los dos últimos años, y similar al ROA prepandemia, siendo España, junto con Italia, el país con el valor más alto. Por su parte, el resultado de los bancos españoles en junio de 2022 aumentó en la mayor parte de las geografías en las que desarrollan su actividad, siendo Estados Unidos y, sobre todo, Turquía los únicos países en los que se redujo el beneficio, mientras que México fue el país con el mayor incremento.

1 RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS
Datos consolidados



2 DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL RESULTADO ORDINARIO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE DE LAS ENTIDADES CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL MÁS SIGNIFICATIVA (b)
Datos consolidados



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea e informes financieros de las entidades.

- a El promedio del ROA de la zona del euro se calcula a partir de los datos del ROA individuales de cada país contenidos en el cuadro de seguimiento de riesgo de la Autoridad Bancaria Europea, y se pondera cada país por sus activos totales, dato también procedente del mismo cuadro de seguimiento de riesgo.
- b 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.

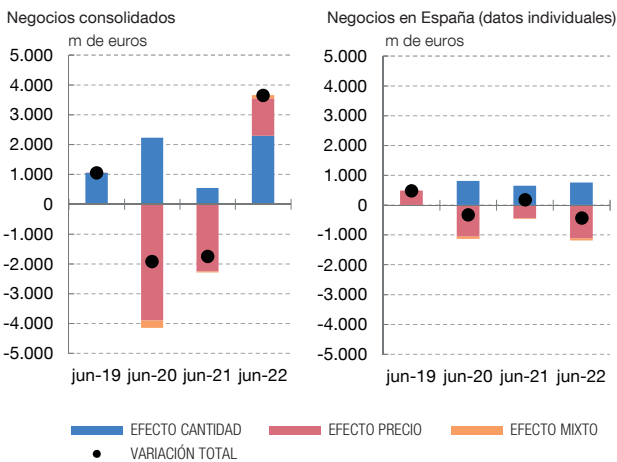
consecuencia de que el impacto positivo del aumento de los tipos de interés a través de los ingresos fue superior al impacto negativo asociado a los gastos. En todavía mayor medida, el efecto cantidad también contribuyó a la mejora del margen de intereses, lo que, en parte, vendría explicado por la apreciación respecto al euro de algunas de las monedas de los principales países donde los bancos españoles desarrollan su actividad. En el gráfico 2.10.2 se muestra la relación entre la variación interanual del margen de intereses (sobre ATM) y del ROA, y se ve cómo esta ha sido más positiva en el primer semestre de 2022 en comparación con lo que se había observado en los años anteriores. En los negocios en España, por el contrario, el margen se ha reducido, debido a que el efecto precio (negativo) ha sido superior al efecto cantidad (positivo). En los próximos trimestres se espera también un aumento del margen de intereses en España como consecuencia de la repreciaación de los préstamos a tipo variable (y nuevas concesiones a tipos más altos) derivada de la subida del euríbor en los últimos meses. Sin embargo, este aumento puede ser parcialmente compensado por la caída de volúmenes si se produce una desaceleración económica.

Gráfico 2.10

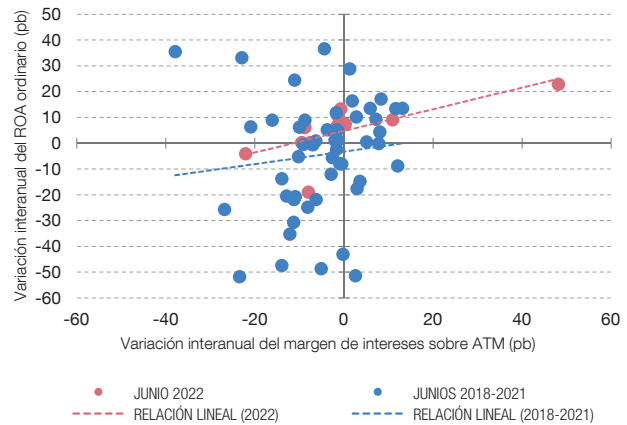
EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2022, EL MARGEN DE INTERESES A NIVEL CONSOLIDADO HA AUMENTADO SENSIBLEMENTE RESPECTO A LOS AÑOS ANTERIORES, CONTRIBUYENDO DE FORMA NOTABLE A LA EVOLUCIÓN POSITIVA DEL ROA

A nivel consolidado, la mejora del margen de intereses se debe a un efecto precio, pero sobre todo a un efecto cantidad. La relación positiva observada en el primer semestre de 2022 entre la variación del margen de intereses y la de la rentabilidad neta ha sido más marcada que en los últimos años. Por el contrario, en los negocios en España el margen de intereses se ha reducido, debido a que el efecto precio negativo ha sido superior al efecto cantidad positivo.

1 COMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL MARGEN DE INTERESES (a)



2 RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DEL MARGEN DE INTERESES SOBRE ATM Y LA VARIACIÓN DEL ROA ORDINARIO (b)
Datos Consolidados



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.
- b En el eje X se representa la variación interanual (en puntos básicos) del margen de intereses sobre activo total medio y en el eje Y se representa la variación interanual (en puntos básicos) del ROA. Para el cálculo del ROA de las entidades con resultados extraordinarios significativos en el período considerado, se excluyen los resultados extraordinarios del resultado neto para que éstos no distorsionen el análisis. Cada punto representa una entidad y un año. Se consideran las entidades directamente supervisadas por el MUS y un agregado que incluye al resto de las entidades. El período considerado es desde 2018 a 2021 (puntos azules) y 2022 (puntos rojos). Se presentan también las relaciones lineales ajustadas mediante MCO.

Los gastos de explotación se redujeron ligeramente, impulsando así el margen de explotación; aunque sin tener en cuenta los componentes extraordinarios de 2021, esta partida de gasto habría aumentado. Los comentados aumentos del margen de intereses y de las comisiones condujeron, pese al descenso del resultado de operaciones financieras, a un incremento interanual del margen bruto cercano al 8%. Los gastos de explotación descendieron ligeramente, en buena medida debido a un efecto base por los gastos de explotación extraordinarios registrados en el primer semestre de 2021 (véase nota 18). Sin tenerlos en cuenta, los gastos habrían aumentado un 6% y el incremento del margen de explotación (18%) (véase anejo 2) no habría sido tan elevado, pero, en cualquier caso, se habría situado en el entorno del 10%. De cara al futuro, habrá que observar en qué medida la elevada inflación condiciona la negociación salarial del sector y, con ello, la evolución de los gastos laborales.

Las pérdidas por deterioro a nivel consolidado se mantuvieron relativamente estables respecto al año anterior, pero la materialización de riesgos macroeconómicos identificados en este Informe podría dar lugar a necesidades adicionales de dotación en los próximos años. Estas pérdidas consolidadas ya presentaron en 2021 un nivel similar al de los años anteriores a la pandemia. En los negocios en España, la reducción con respecto a junio de 2021 permitió también recuperar los niveles prepandemia en junio de 2022 (véase gráfico 2.11.1). A nivel de entidad, el incremento en el ROA ordinario registrado en junio de 2022 no ha estado asociado a una caída de las pérdidas por deterioro, al contrario que en los últimos años, en los que se observó una relación, notablemente negativa, de los incrementos en las pérdidas por deterioro con la evolución de la rentabilidad (véase gráfico 2.11.2). La expectativa de condiciones económicas menos favorables implica, para algunas entidades, dotaciones adicionales en los próximos años (véase gráfico 2.11.3). Además, la potencial materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en este Informe podría incrementar notablemente el importe de estas dotaciones adicionales requeridas (véase Recuadro 2.2). Este sería especialmente el caso en el supuesto de que estos deterioros adicionales se concentraran en mayor proporción fuera de las exposiciones avaladas por el ICO. La magnitud de este esfuerzo adicional presenta una heterogeneidad significativa entre entidades. Las pérdidas por deterioro presentan un marcado comportamiento cíclico (véase gráfico 2.11.4), de modo que la evolución macroeconómica de los próximos trimestres determinará, en buena medida, su desarrollo futuro.

Otro factor que hay que considerar en la evolución futura de la rentabilidad del sector bancario español es la propuesta legislativa de un gravamen fiscal temporal que disminuiría la cuenta de resultados del sector y la capacidad de generación orgánica de capital en los dos próximos años. La duración de la medida propuesta²² se extendería a 2023-2024 y se aplicaría a los bancos que superasen un umbral mínimo de ingresos por intereses y comisiones en 2019, cifrado en 800 millones de euros. El tipo impositivo sería del 4,8 % y la base del gravamen sería el margen de intereses y las comisiones netas correspondientes a 2022-2023 y sujetas a fiscalización en España. El recuadro 2.3 describe en más detalle esta medida y la opinión emitida sobre las implicaciones de la misma por el BCE.

A nivel europeo, la evolución de distintos componentes de la rentabilidad bancaria ha sido también favorable hasta junio de 2022, siendo el comportamiento de las entidades españolas más positivo que la media. En junio de 2022, tanto el margen de intereses (sobre activos financieros rentables) del sistema bancario español como el coste del riesgo se situaban entre los más altos a nivel europeo (véase gráfico 2.12.1). Ambas métricas han evolucionado de forma favorable para las entidades

22 Véase [Proposición de Ley 122/000247](#) para el establecimiento de gravámenes temporales energético y de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito.

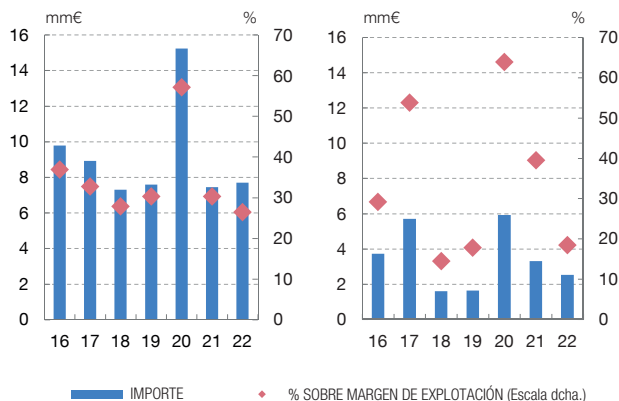
Gráfico 2.11

LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO SE MANTUVIERON RELATIVAMENTE ESTABLES RESPECTO A JUNIO DEL AÑO ANTERIOR Y SU IMPACTO EN EL RESULTADO DE LAS ENTIDADES FUE MENOR QUE EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

A nivel consolidado, las pérdidas por deterioro se mantuvieron relativamente estables respecto al primer semestre del año anterior y en un nivel similar a junio de 2018 y junio de 2019, mientras que, en los negocios en España, se redujeron respecto a junio de 2021. El incremento en el ROA (sin extraordinarios) registrado en junio de 2022 no ha estado asociado a una caída de las pérdidas por deterioro, al contrario que en los últimos años, en los que se observó un impacto, notablemente negativo, de las pérdidas por deterioro sobre la rentabilidad. Las necesidades estimadas de dotaciones adicionales necesarias en los próximos años son heterogéneas entre entidades y dependen, entre otros factores, del grado de deterioro crediticio de la cartera de préstamos avalada por el ICO.

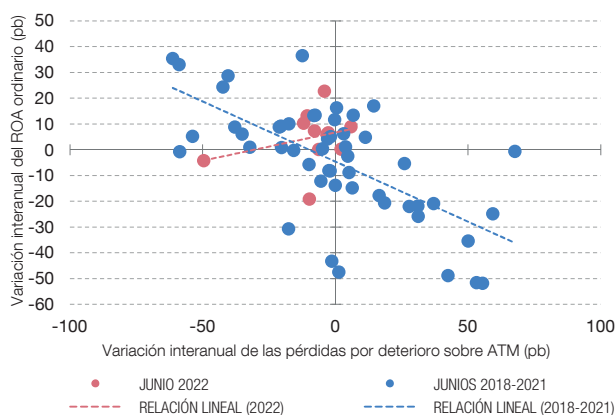
1 PÉRDIDAS POR DETERIORO

Datos consolidados a nivel global (izq.) e individuales de negocios en España (dcha.)



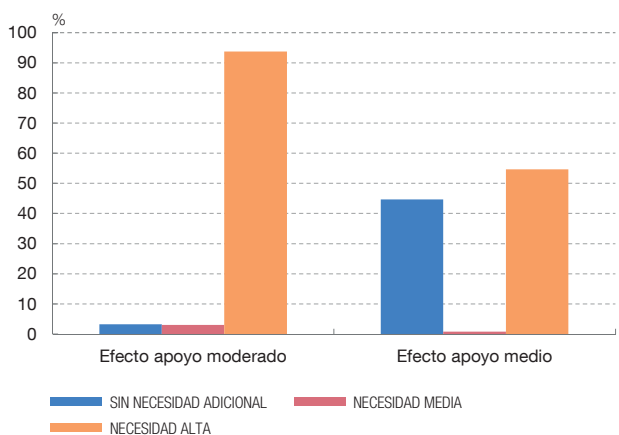
2 RELACIÓN ENTRE LA VARIACIÓN DE LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO SOBRE ATM Y LA VARIACIÓN DEL ROA ORDINARIO (a)

Datos consolidados



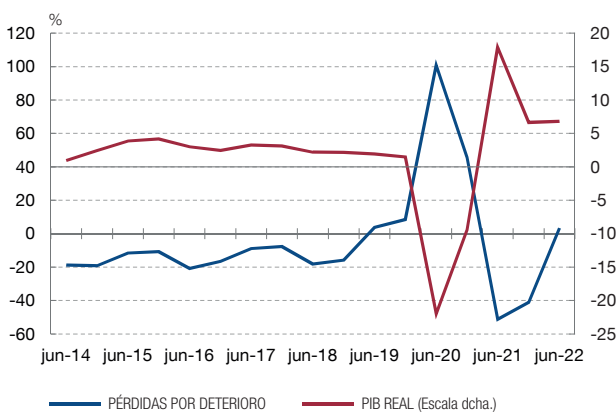
3 PROPORCIÓN DE ENTIDADES CON NECESIDADES ESTIMADAS DE DOTACIONES 2022-2024

Negocios en España. Estimación obtenida bajo el marco FLESB (b)



4 TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO Y DEL PIB

Y DEL PIB



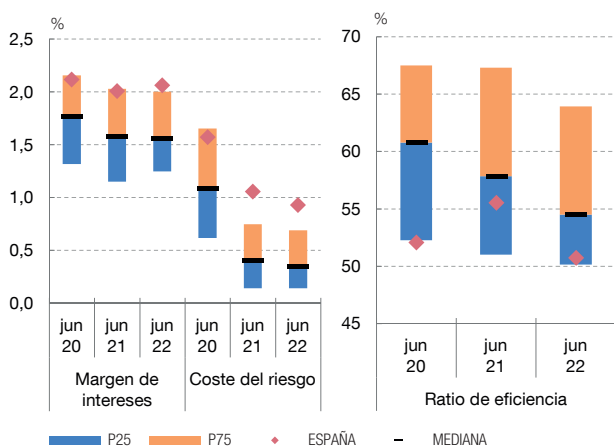
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a En el eje X se representa la variación interanual (en puntos básicos) de las pérdidas por deterioro sobre activo total medio y en el eje Y se representa la variación interanual (en puntos básicos) del ROA. Para el cálculo del ROA de las entidades con resultados extraordinarios significativos en el período considerado, se excluyen los resultados extraordinarios del resultado neto para que éstos no distorsionen el análisis. Cada punto representa una entidad y un año. Se consideran las entidades directamente supervisadas por el MUS y un agregado que incluye al resto de las entidades. El período considerado es desde 2018 a 2021 (puntos azules) y 2022 (puntos rojos). Se presentan también las relaciones lineales ajustadas mediante MCO.
- b La estimación de dotaciones para el período 2022-2024 se obtiene del escenario base de las pruebas de resistencia FLESB. Las entidades se agrupan en tres categorías, de acuerdo con el volumen de dotaciones estimadas, en relación con el esfuerzo de dotaciones en 2022. Las barras representan el porcentaje que caracteriza el crédito agregado de cada categoría de entidades, sobre el crédito total. El primer grupo, sin necesidad adicional, lo forman las entidades cuyo esfuerzo de dotaciones en 2022 se sitúa entre el 50 % y el 100 % de las estimadas para 2022-2024; y el tercer grupo, necesidad alta, lo forman las entidades cuyas dotaciones en 2022 se sitúan por debajo del 50 % de las estimadas para 2022-2024. Para las dotaciones estimadas en el conjunto de 2022-2024 se consideran dos supuestos en relación con el efecto de las medidas de apoyo (fundamentalmente, del programa de avales ICO): moderado y medio. Bajo el supuesto moderado, la calidad del crédito avalado por el ICO es similar a la del conjunto de la cartera de préstamos a actividades empresariales, mientras que, bajo el supuesto medio, la calidad está en un punto intermedio entre el supuesto moderado y un supuesto máximo donde los avales son completamente empleados para absorber el crédito de peor calidad (véase el Recuadro 2.2).

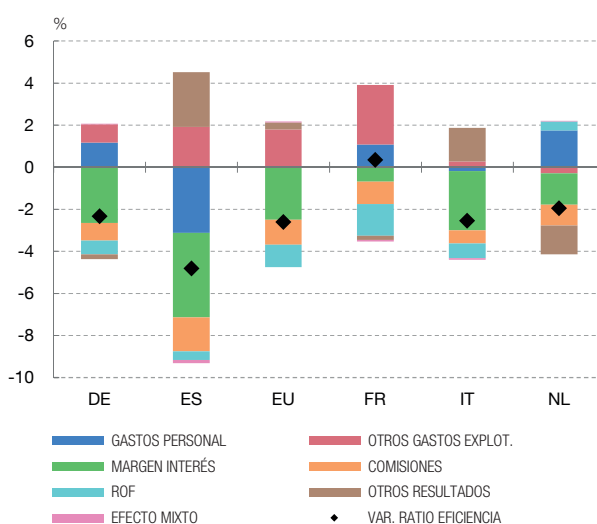
DISTINTOS COMPONENTES DE LA RENTABILIDAD BANCARIA HAN EVOLUCIONADO DE MANERA FAVORABLE A NIVEL EUROPEO HASTA JUNIO DE 2022, SIENDO LA EVOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS MÁS POSITIVA QUE LA MEDIA

El margen de intereses (sobre activos financieros rentables) del sistema bancario español se sitúa entre los más altos a nivel europeo, y lo mismo sucede con el coste del riesgo. Por su parte, la ratio de eficiencia en España se sitúa entre las más bajas (mejores) del entorno, y ha mejorado en términos interanuales en mayor medida que en el resto de los principales países europeos, debido a los incrementos del margen de intereses y de las comisiones y al efecto base de los gastos extraordinarios registrados el año anterior.

1 COMPARATIVA EUROPEA DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DE RENTABILIDAD (a)
Datos consolidados



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE EFICIENCIA. COMPARATIVA EUROPEA. JUN-22 FRENTE A JUN-21 (b)
Datos consolidados



FUENTES: 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. El margen de intereses se define como ingresos por intereses menos costes por intereses entre los activos financieros rentables; el coste del riesgo se define como dotación a provisiones entre préstamos brutos; y la ratio de eficiencia se define como gastos de explotación entre margen bruto, por lo que valores más bajos indican una mayor eficiencia.
- b Téngase en cuenta que variaciones negativas de la ratio de eficiencia implican mejoras. Aportaciones positivas (negativas) a dicha variación de los componentes del numerador de la ratio indican que estos se han incrementado (reducido) en el último año. Aportaciones positivas (negativas) a dicha variación de los componentes del denominador de la ratio indican que estos se han reducido (incrementado) en el último año. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia entre la variación total de la ratio de eficiencia y la suma de todas las aportaciones individuales.

españolas en el último año. Asimismo, la ratio de eficiencia se situaba entre las más bajas (mejores) y ha mejorado en términos interanuales en mayor medida que la de los principales países europeos (véase gráfico 2.12.2). La mejora se ha debido a los incrementos comentados del margen de intereses y de las comisiones y al mencionado efecto base de los gastos extraordinarios registrados en el primer semestre de 2021.

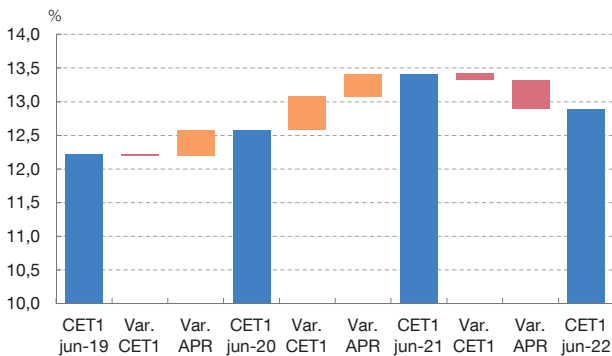
Solvencia

En junio de 2022, la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) del sector bancario español se redujo respecto al mismo período del año anterior, debido principalmente al aumento de los activos ponderados por riesgo (APR). Después de los incrementos interanuales registrados en junio de 2020 (36 pb) y 2021 (83 pb), en junio de 2022, la ratio de CET1 se redujo (-52 pb) (véase gráfico 2.13.1). Esta reducción se debió al incremento del denominador de la ratio, los APR, de un 3,3% en tasa

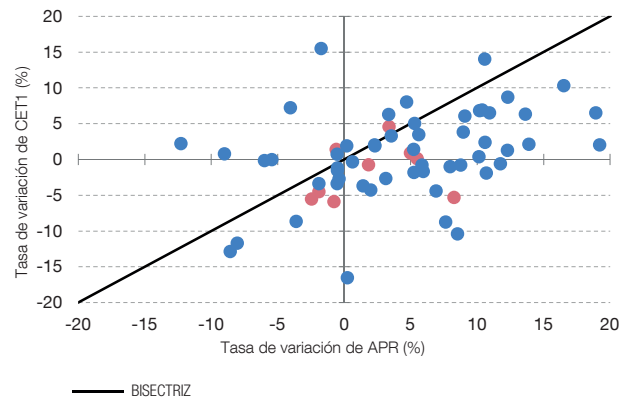
EL AUMENTO DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO CONDUJO A UN DESCENSO DE LA RATIO DE CET1 EN JUNIO DE 2022

Después de los aumentos interanuales de la ratio de CET1 del sector bancario español en junio de 2020 (36 pb) y 2021 (83 pb), en junio de 2022 se ha reducido (-52 pb). Este descenso se debió principalmente al aumento de los APR (3,3 %), que ha sido generalizado entre entidades, mientras que el CET1 se redujo ligeramente (-0,7 %), habiendo aumentado para un número de bancos similar al de aquellos para los que ha disminuido.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE CET1 ENTRE JUNIO DE 2019 Y JUNIO DE 2022. VARIACIÓN DEL NUMERADOR Y DEL DENOMINADOR
Datos consolidados



2 TASA DE VARIACIÓN DEL CET1 Y DE LOS APR ENTRE JUNIO DE 2022 Y JUNIO DE 2021 (a)
Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

a Los puntos rojos representan a las entidades directamente supervisadas por el MUS. Los puntos situados por encima de la bisectriz presentan crecimientos (descensos) del volumen de CET1 en el último año superiores (inferiores) al crecimiento (descenso) del volumen de APR, por lo que se corresponderían con aumentos de la ratio de CET1 entre junio de 2021 y junio de 2022. Lo contrario ocurre para los puntos situados por debajo de la bisectriz.

interanual, mientras que el numerador, el CET1, se redujo ligeramente (-0,7 %). El aumento de los APR es generalizado entre entidades, mientras que no todos los bancos han recortado su CET1 (véase gráfico 2.13.2). Por su parte, las ratios de capital de nivel 1 y de capital total han seguido la misma tendencia que la ratio de CET1 y han registrado descensos interanuales de 62 pb y 58 pb, respectivamente. El recuadro 2.2, presenta los resultados de las pruebas de resistencia del Banco de España, que estiman el impacto que tendría en la ratio de CET1 un potencial deterioro severo del cuadro macroeconómico, que lo alejase significativamente de las expectativas centrales.

En los doce meses anteriores a junio de 2022, los recursos de absorción de pérdidas esperadas y no esperadas mantenidos por el sistema bancario español se han reducido en relación al tamaño del activo. En el gráfico 2.14.1 se muestra la disponibilidad de recursos de absorción de pérdidas estimada como la suma del *stock* de provisiones (para el componente esperado) y del CET1 (para el componente no esperado), medidos en términos del activo total²³. La disponibilidad

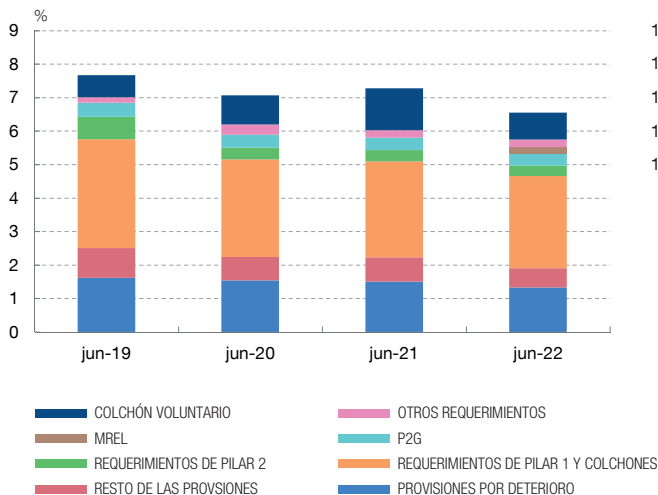
23 Dado que en el activo total registrado en balance se deducen las provisiones por deterioro crediticio, al activo total usado como denominador para relativizar la disponibilidad de recursos de absorción de pérdidas (en cuyo numerador se incluyen las provisiones por deterioro crediticio) se le suman las provisiones por deterioro crediticio del total de los instrumentos de deuda. El uso del activo total como denominador para esta métrica supone un cálculo conservador, con una motivación comparable a la de la ratio de apalancamiento, ya que esta variable no discrimina los diferentes niveles de riesgo de dicho activo (al contrario que los APR, que sí discriminan los diferentes niveles de riesgo).

Gráfico 2.14

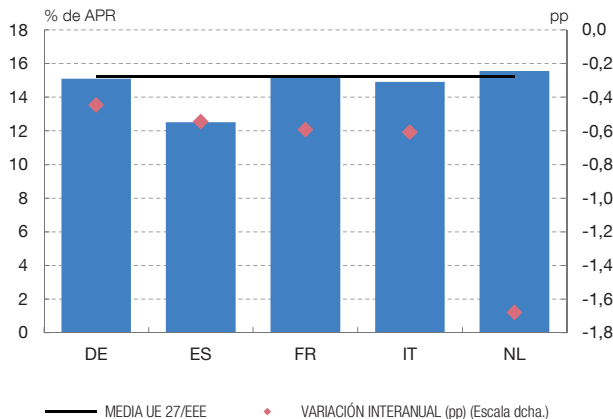
LOS RECURSOS DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL SE HAN REDUCIDO EN EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO EN RELACIÓN AL TAMAÑO DEL ACTIVO. POR SU PARTE, SE HA MANTENIDO ESTABLE LA DIFERENCIA DE LA RATIO DE CET1 CON RESPECTO A LA MEDIA EUROPEA

La entrada en vigor de requerimientos MREL en 2022, junto con el aumento de los APR y el ligero descenso del CET1, explican la disminución interanual del colchón voluntario en junio de 2022. Asimismo, tanto las provisiones por deterioro crediticio como el resto de las provisiones se redujeron con respecto al mismo mes del año anterior, reflejando unas menores expectativas de pérdidas hasta esa fecha. Todo ello se produce en un contexto de crecimiento del activo y disminución de la densidad de APR. La ratio de CET1 de las entidades españolas continúa por debajo de la que presentan los bancos del resto de los principales países europeos, y de la media de la UE, y esta diferencia se ha mantenido en el último año, debido a caídas similares de la ratio en los principales países europeos.

1 DESCOMPOSICIÓN DEL CAPITAL DE NIVEL 1 ORDINARIO Y DE LAS PROVISIONES, EN TÉRMINOS DE ACTIVO TOTAL (a)
Datos consolidados



2 COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE CET1
Datos consolidados (b). Junio de 2022



FUENTES: Banco de España y Autoridad Bancaria Europea.

- a El denominador de este gráfico se calcula como suma del activo total en balance y de las provisiones por deterioro crediticio del total de instrumentos de deuda, dado que en el balance el valor del activo incluye la deducción de estas provisiones. «Resto de las provisiones» incluye las provisiones por pensiones y otras retribuciones a los empleados a largo plazo, las provisiones por cuestiones procesales, las provisiones por compromisos y garantías concedidos, y otras provisiones; «requerimientos de Pilar 1 y colchones» incluyen los requerimientos de Pilar 1 y todos los colchones (de conservación de capital, de capital anticíclico y los sistémicos); «P2G» incluye la guía de capital P2G; «MREL» incluye los requerimientos de MREL (*Minimum Required Eligible Liabilities*) que entraron en vigor en 2022; «otros requerimientos» incluyen el capital de nivel 1 ordinario necesario para cumplir requisitos de capital de nivel 1 y de nivel 2 cuando el capital adicional no es suficiente para cubrirlos y los requerimientos de ratio de apalancamiento, que entraron en vigor en 2021; y, finalmente, el «colchón voluntario» representa la cantidad de capital de nivel 1 ordinario adicional a los regulatorios mantenido voluntariamente por la gestión.
- b Datos para las muestras de los principales bancos de cada país de acuerdo con lo reportado al cuadro de seguimiento de riesgo de la Autoridad Bancaria Europea.

de recursos de absorción de pérdidas se ha reducido en el último año, tras el aumento experimentado entre junio de 2020 y junio de 2021. Los tres componentes de esta ratio son responsables de esta reducción. En primer lugar, el CET1 ha disminuido ligeramente en el último año, como se ha detallado en el párrafo anterior. En segundo lugar, las provisiones también se han reducido: el *stock* de provisiones por deterioro crediticio disminuyó un 6,1% en tasa interanual, mientras que el resto de provisiones lo hicieron un 25% (siendo las provisiones por pensiones el principal determinante de este descenso). En tercer lugar, el activo total ha aumentado en un 7,8%, en mayor medida que los APR, lo que

implica una disminución de la densidad de estos, y, por tanto, del tamaño de las pérdidas inesperadas estimadas en relación al activo total.

La entrada en vigor de requisitos regulatorios vinculantes en 2022, junto con el aumento de los APR y el ligero descenso del volumen de CET1, ha generado una caída del colchón voluntario en el último año. El colchón voluntario, estimado como el volumen del CET1 mantenido por las entidades por encima de los requerimientos regulatorios, había aumentado entre junio de 2019 y junio de 2021²⁴, pero se ha reducido en los últimos doce meses (véase gráfico 2.14.1). A los factores comentados previamente en esta sección (ligero descenso del CET1 y aumento de los APR), se añade la entrada en vigor de requisitos vinculantes de MREL en 2022²⁵. Esto redujo el colchón voluntario en junio de 2022 en cerca de 8.500 millones de euros (lo que representa un 0,6 % del CET1 en esa fecha o, alternativamente, un 0,2 % del activo total definido en el gráfico 2.14.1 en la misma fecha).

La ratio de CET1 del sector bancario español, con datos a junio de 2022, continúa siendo inferior a la media europea. Según se muestra en el gráfico 2.14.2, las diferencias de las entidades españolas en términos de ratio de CET1 con respecto a los bancos de los principales países europeos y a la media de la UE, se han mantenido en el periodo de doce meses hasta junio de 2022, debido a caídas similares de las ratios en los principales países europeos en este periodo.

2.1.3 Evolución de los riesgos operacionales de las entidades de depósito

Las entidades bancarias han mostrado preocupación por los ciberriesgos, pero el impacto en los costes se mantiene contenido por el momento. Los ciberriesgos tenían una presencia muy destacada en la percepción que las entidades trasladaron en la primavera a la ABE en su consulta sobre riesgos operacionales futuros. La preocupación que evidenciaban esas respuestas constituye un rasgo recurrente en los últimos años, debido al estado de alerta general que viene causando la profusión de ataques a la ciberseguridad en múltiples sectores económicos en todo el mundo. Un indicador parcial, pero muy representativo, de la aceleración en el nivel de amenazas es el dinamismo en el número de casos de *ransomware* en el mundo, es decir, ataques cuyo propósito es la extorsión (véase panel izquierdo del gráfico 2.15.1). La existencia de un componente geopolítico tras

24 El aumento entre junio de 2019 y junio de 2020 se debió principalmente al cambio regulatorio (como consecuencia del estallido de la pandemia) por el que se permitió cubrir parte de los requerimientos de Pilar 2 con capital de nivel 1 adicional y con capital de nivel 2 en vez de con CET1, y al descenso de los APR (que redujo los requerimientos asociados), mientras que el aumento entre junio de 2020 y junio de 2021, además de al descenso de los APR, también se debió al aumento del CET1.

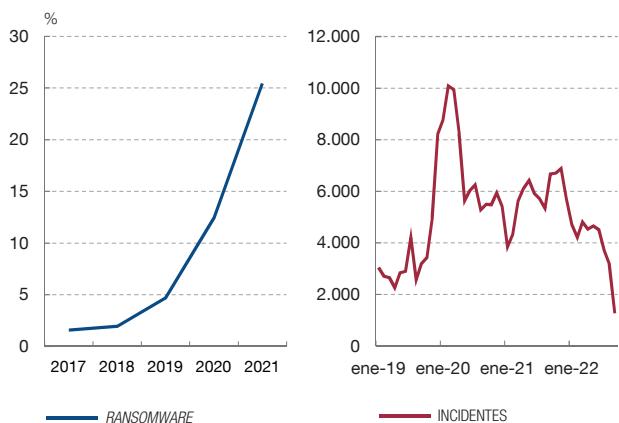
25 En el presente análisis se consideran los requisitos de MREL solo desde 2022, cuando ya son vinculantes para diez entidades. Con anterioridad, tres entidades estuvieron sujetas a requisitos vinculantes de MREL antes de 2022, si bien dos de ellas solo durante unos meses de 2020.

Gráfico 2.15

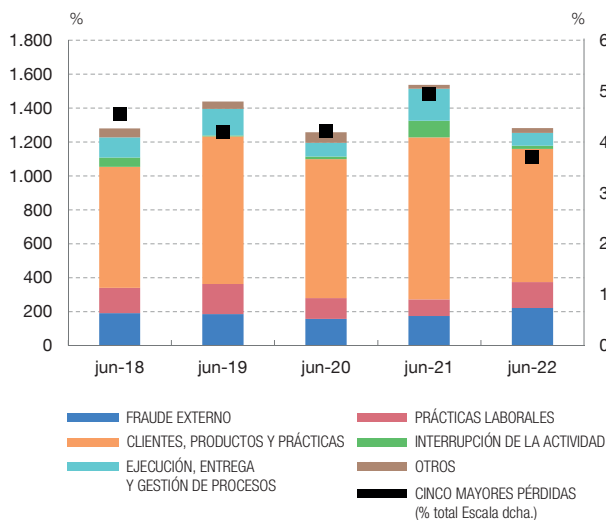
LAS PÉRDIDAS POR RIESGO OPERACIONAL NO SE HAN VISTO POR EL MOMENTO SIGNIFICATIVAMENTE AFECTADAS POR LA MATERIALIZACIÓN DE CIBERRIESGOS, ANTE LOS QUE EL SECTOR BANCARIO MANTIENE UNA POSICIÓN DE ALERTA

El riesgo operacional de las entidades españolas ha respondido a los patrones habituales en los que la componente más relevante viene siendo la dotación de fondos por litigios e indemnizaciones en procedimientos relacionados con prestación de servicios a clientes. La alerta que suscita la proliferación de ciberataques no se ha materializado por el momento en ciberincidentes notables.

1 RITMO DE CRECIMIENTO DE CASOS MUNDIALES DE RANSOMWARE (a) Y NÚMERO DE CIBERINCIDENTES EN SISTEMAS ESTRATÉGICOS Y PÚBLICOS DE ESPAÑA



2 IMPORTE DE PÉRDIDAS NETAS POR RIESGO OPERACIONAL
Datos consolidados. Primer semestre



FUENTES: Verizon Data Breach Investigation Report 2022 y CCN-CERT de España.

a Los ataques de ransomware comprenden todos aquellos cuyo objetivo principal es extorsionar a los afectados.

muchos de los ataques, unido a la agudización de esas tensiones a comienzos de año, hacía presagiar un fuerte incremento de ataques con trascendencia pública en sectores estratégicos, incluido el financiero. Sin embargo, hasta el momento ese repunte en las amenazas no se ha materializado todavía, al menos en el caso de España²⁶ (véase panel derecho del gráfico 2.15.1).

Las pérdidas por riesgo operacional de las entidades se siguen concentrando en las causas observadas en años previos. Los desencadenantes de las pérdidas por riesgos operacionales comunicadas por las entidades españolas en el primer semestre han respondido al patrón habitual (véase gráfico 2.15.2). Las contribuciones más significativas siguen siendo los fallos en el cumplimiento de obligaciones fiduciarias para con clientes minoristas con efectos judiciales o asimilados (61 %), así como los casos de fraude externo (17 %). Las entidades de depósito han incrementado un 4,9 % interanual sus provisiones para afrontar futuras cuestiones procesales y litigios para impuestos pendientes. Entre estos litigios han perdido importancia las reclamaciones relacionadas con el índice de

26 Dentro del ecosistema de los criptoactivos, se viene observando una intensidad de ataques relativamente más elevada. La empresa Chainalysis reporta que solo en la primera mitad de octubre de 2022 se sustrajeron unos 718 millones de dólares en 11 hacks en protocolos DeFi

referencia de préstamos hipotecarios (IRPH), mientras que se mantienen, entre otros temas, los gastos hipotecarios, las cláusulas suelo, los préstamos multidivisas o las reclamaciones por créditos *revolving*.

2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

2.2.1 Sector financiero no bancario

Establecimientos financieros de crédito

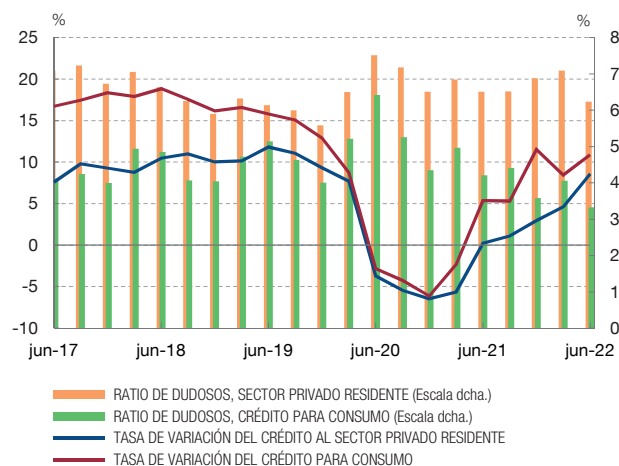
El volumen de préstamos concedidos por los establecimientos financieros de crédito (EFC) al sector privado residente se incrementó en el último semestre,

Gráfico 2.16

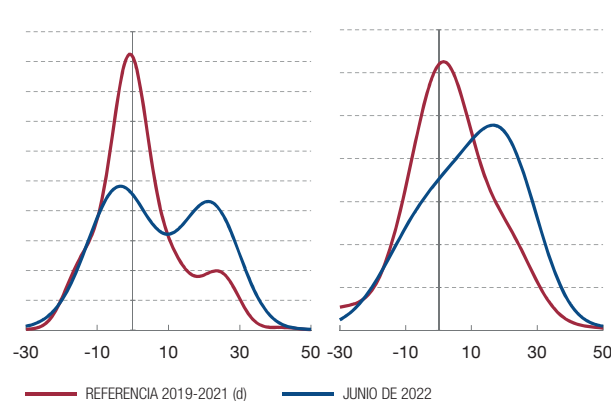
LA CARTERA DE PRÉSTAMOS DE LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO, EN PARTICULAR EN EL SEGMENTO DE CONSUMO, SE EXPANDIÓ EN LOS DOCE MESES HASTA JUNIO DE 2022, AL TIEMPO QUE DESCENDIERON LAS RATIOS DE DUDOSOS EN ESTE SECTOR (a)

El saldo vivo de préstamos de los establecimientos financieros de crédito (EFC) aumentó en términos interanuales hasta junio de 2022, especialmente en el segmento de consumo, que tiene un peso importante en la cartera de estas entidades (41,3 % en junio de 2022). La ratio de dudosos descendió durante este mismo periodo. La distribución de las entidades en función de las tasas de variación del crédito al sector privado residente y al consumo se desplazó hacia la derecha, lo que evidencia que la mayor concesión de crédito fue generalizada entre los EFC.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y RATIO DE DUDOSOS EN LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO (b)



2 DISTRIBUCIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE (IZQ.) Y DEL CRÉDITO PARA CONSUMO (DCHA.) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a El análisis se ha realizado con el conjunto de EFC existentes a junio de 2022, excluyendo, por tanto, los efectos de las operaciones corporativas llevadas a cabo en los últimos años.
- b La mayor ratio de dudosos total en relación con la del segmento de consumo se debe a la especialización de una EFC de mayor tamaño relativo en créditos hipotecarios con un perfil de riesgo elevado.
- c Los gráficos muestran la función de densidad de las tasas de variación interanual del crédito, ponderadas por el total de los préstamos en cada categoría. La función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de ella, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- d La referencia 2019-2021 es la distribución de las tasas de variación interanuales de los meses de junio de 2019, 2020 y 2021 consideradas conjuntamente.

en paralelo a una reducción de los ratios de dudosos y una mejora en los resultados en la primera parte del año. Los EFC incrementaron el saldo vivo del crédito al sector privado residente en junio de 2022 en un 8,6 % interanual, lo que supone un importante aumento desde el 0,2 % observado 12 meses antes (véase gráfico 2.16.1). Por su parte, el crédito destinado a consumo, una cartera que tiene un peso importante dentro de este tipo de entidades (41,3 % en junio de 2022), creció un 10,8 % interanual, 5,5 pp más que en junio de 2021. Las ratios de dudosos descendieron en el último año, hasta el 6,2 % en el caso del crédito total y hasta el 3,3 % en los créditos al consumo. Por su parte, el resultado después de impuestos de estas entidades, consideradas conjuntamente, aumentó un 32,1 % en los seis primeros meses de 2022, en comparación con el mismo período del año anterior, si bien esta mejora está asociada a factores idiosincrásicos de algunas entidades.

La distribución entre EFC de las tasas de variación del crédito se ha desplazado hacia la derecha en comparación con lo observado en el período 2019-2021 (véase gráfico 2.16.2). Este traslado general hacia mayores tasas de crecimiento se observa tanto para el conjunto de finalidades como para, específicamente, los préstamos de consumo.

Compañías de seguros

El volumen de los ingresos por primas de seguro directo aumentó un 4,4 % en el primer semestre de 2022 con respecto al mismo período del año anterior. El crecimiento de las primas del negocio no vida fue del 5,4 %, y del negocio vida, del 3 %; la primera categoría representa el 63 % de los ingresos totales. El negocio no vida mostró una gran solidez en distintas categorías: las primas de salud crecieron un 7,3 %; las multirriesgo, un 5,6 %, y las de automóviles, un 2,3 %. El crecimiento reciente de los ingresos se tiene que contextualizar en la extraordinaria caída de las primas de 2020 como consecuencia de la pandemia. De hecho, los ingresos por primas de seguro siguen siendo todavía un 2,2 % inferiores a lo registrado en 2019, antes de la pandemia, en parte por la ausencia de una recuperación completa de la rama de automóviles, ligada al escaso crecimiento del parque automovilístico. El crecimiento actual de la demanda de seguros podría verse reducido en los próximos meses en un posible entorno de desaceleración económica.

La rentabilidad y la solvencia mejoraron ligeramente en el primer semestre de 2022 en comparación con el mismo período del año anterior. El ROE fue del 6,4 % y la ratio de solvencia (SCR) alcanzó el 241,9 %, con un incremento de 0,2 pp y de 1,1 pp, respectivamente, en relación con el mismo período del año anterior.

Fondos de pensiones

Tanto las aportaciones a los fondos de pensiones como su activo total y rentabilidad han disminuido desde mediados de 2021. Las aportaciones brutas a fondos de pensiones se han visto mermadas en más de un 12 % durante el último año, en gran parte como consecuencia de la reducción del límite para las desgravaciones fiscales por aportaciones a planes de pensiones individuales²⁷. El activo total de los planes de pensiones también cayó un 5,6 % en junio de 2022 respecto al mismo mes del año anterior. Asimismo, la volatilidad en los mercados, avivada por la guerra en Ucrania y las mayores tensiones inflacionistas, provocó una caída muy marcada de la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones, que pasó del 11 % en junio de 2021 al -6 % en el mismo mes de 2022. Sin embargo, y a pesar de haberse reducido en 68 pb, la rentabilidad a largo plazo (25 años) se ha mantenido en terreno positivo y se situó en el 2,7 % en junio de 2022.

Fondos de inversión

Desde el inicio de 2022 se ha producido una disminución de los flujos netos de capital en los fondos de inversión europeos, vinculada a las tensiones en los mercados financieros (véase gráfico 2.17.1). Destacan las salidas netas de capital en los fondos de renta fija, que podrían haberse visto afectados en mayor medida por la expectativa de un endurecimiento mayor del anticipado de la política monetaria global en este periodo. No obstante, desde mediados de año la situación de estos fondos se ha estabilizado.

Los fondos domiciliados en España se han comportado de forma comparable a los del resto de la zona euro en las categorías de renta variable y mixta, produciéndose por el contrario un repunte de las entradas de capital en los fondos que invierten en renta fija. Esta recuperación de flujos en el caso de España está liderada por fondos que invierten en bonos de largo plazo, que presentan una mayor rentabilidad esperada a vencimiento que otros títulos, aunque con un mayor riesgo de mercado por su mayor sensibilidad a cambios en los tipos de interés. En todo caso, el vencimiento medio de la cartera de renta fija de los fondos en España es menor que el de otros fondos europeos (véase gráfico 2.17.2), lo que reduce su sensibilidad media a los aumentos de tipos de interés.

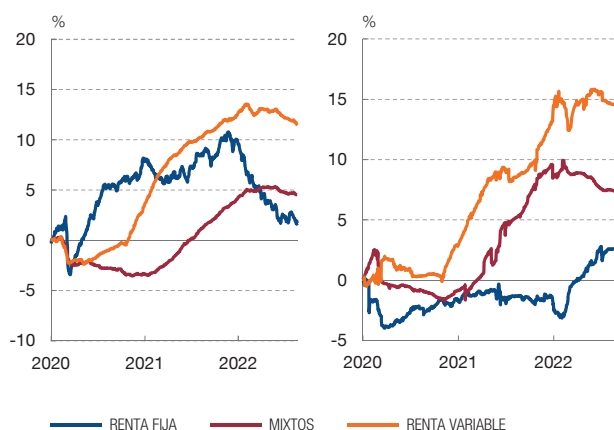
Los fondos de inversión del conjunto del área del euro mantuvieron prácticamente inalteradas sus tenencias de renta fija de mayor riesgo, mientras que los fondos domiciliados en España las aumentaron. Para los

27 El límite máximo desgravable pasó de 8.000 euros anuales en 2020 a 2.000 en 2021. En 2022 se situará en 1.500 euros anuales, como establece el artículo 59(2) de los [Presupuestos Generales del Estado para 2022](#), donde se modifica el apartado 1 del artículo 52 de la [Ley 35/2006, de 28 de noviembre](#).

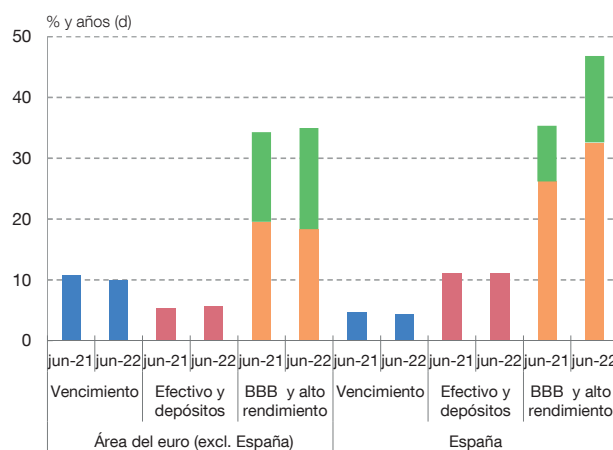
LOS FONDOS DE RENTA FIJA ESPAÑOLES HAN VISTO AUMENTAR EN EL PRIMER SEMESTRE SUS FLUJOS DE ENTRADA DE CAPITAL Y EL PESO DE LAS TENENCIAS CON MENOR CALIFICACIÓN CREDITICIA, EN CONTRASTE CON LO OBSERVADO EN ESTE SEGMENTO EN EL CONJUNTO DEL ÁREA DEL EURO

Desde el inicio de 2022, las entradas de flujos de capital en los fondos de inversión europeos de renta variable y mixta se han ralentizado, al tiempo que se han producido salidas netas en los fondos de renta fija. Para esta última categoría se observa un comportamiento diferenciado en España, donde se produjeron entradas de capital. El vencimiento medio de las carteras de renta fija de los fondos de inversión registra ligeras reducciones a nivel europeo y nacional. En España, el peso de las tenencias con calificación BBB o inferior aumenta aproximadamente 10 pp con respecto a junio de 2021.

1 FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN EN EL ÁREA DEL EURO (EXC. ESPAÑA) (izq.) Y EN ESPAÑA (dcha.) (a) (b)



2 LIQUIDEZ Y TENENCIAS DE RENTA FIJA (PLAZO, CALIFICACIÓN CREDITICIA). ÁREA DEL EURO (EXC. ESPAÑA) Y ESPAÑA (c) (d)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo, Refinitiv y Securities Holdings Statistics by Sector.

- Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión, en porcentaje y en relación con el patrimonio de los fondos de cada país o región el 15 de enero de 2020, a partir de una muestra representativa construida por Refinitiv de fondos domiciliados en países de la zona del euro. Los datos de España en el panel derecho corresponden a los fondos domiciliados en nuestro país incluidos en esta muestra. El número de fondos que reportan flujos de forma diaria en 2022 y que se incluyen en la muestra en ese periodo es respectivamente de 3.319 y 84.333 para España y para el conjunto del área del euro. Se omite la información de días con valores atípicos en los flujos. Datos hasta principios de septiembre 2022.
- El panel izquierdo del gráfico 2.17.1 incluye información de fondos domiciliados en Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España. La categoría de los fondos de renta fija incluye también los vehículos que invierten en el mercado monetario.
- Se muestra el vencimiento medio de la cartera total de renta fija, calculado como media ponderada de los vencimientos de cada título de la cartera por su valor de mercado. El término «alto rendimiento» hace referencia a calificaciones crediticias inferiores al grado de inversión (de BBB+ a BBB-). Los pesos de las tenencias BBB y de alto rendimiento se indican respectivamente en las barras de color naranja y verde.
- El vencimiento se mide en años, el nivel de efectivo y depósitos en porcentaje sobre el total activo financiero, y el porcentaje de tenencias BBB y alto rendimiento en porcentaje sobre la cartera de renta fija.

fondos del área del euro, el porcentaje de tenencias con calificación crediticia en el límite del grado de inversión o inferior representaba a finales del segundo trimestre de 2022 alrededor de un 35 % de la cartera de renta fija (en torno a un 13 % del total de la cartera de valores negociables)²⁸, lo que supone un aumento de alrededor de 2 pp respecto al segundo trimestre de 2021 (véase gráfico 2.17.2). En los fondos españoles, la renta fija calificada en este nivel aumenta hasta superar el 45 % de la cartera de renta fija (el 20 % del total de la cartera de valores). A su vez, se observa

28 De acuerdo con los datos de *Securities Holdings Statistics by Sector* (SHSS), la cartera de valores de los fondos de inversión del área del euro constaba de títulos valorados en alrededor de 12.165 mm de euros a finales del segundo trimestre de 2022. La cartera de los fondos domiciliados en España en la misma fecha tenía un valor de aproximadamente 277 mm de euros.

un aumento del peso de la renta fija de alto rendimiento (renta fija con calificación crediticia inferior al grado de inversión), que podría deberse a un cambio en las calificaciones de títulos ya existentes en las carteras, no necesariamente a un cambio en las políticas de adquisición de tenencias. El nivel de efectivo y de depósitos ha permanecido en niveles similares a los del año pasado, al igual que el vencimiento medio de la cartera de renta fija, y solo se ha registrado un ligero descenso en el caso de los fondos del área del euro. En España, las mayores tenencias de efectivo y de depósitos que en el conjunto del área del euro suponen un factor mitigador del perfil más arriesgado expuesto antes, debido a los *ratings* más bajos (mayor riesgo de crédito de las tenencias). La contrapartida es que esto reduce su rentabilidad media.

2.2.2 Interconexiones sistémicas

El peso en el PIB de los pasivos que el sistema bancario español mantiene con otros sectores residentes disminuyó en los últimos trimestres y aumentó el peso de los pasivos con el resto del mundo. El valor de los pasivos totales pasó de suponer alrededor del 193 % del PIB en diciembre de 2021 al 189 % en junio de 2022 (véase gráfico 2.18.1). El peso de los pasivos con los hogares disminuyó del 84 % al 81 % del PIB y el de los pasivos con sectores financieros no bancarios —compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.— pasó del 22 % al 20 % del PIB. Los pasivos con SNF disminuyeron también, del 29 % al 27 % del PIB. La proporción de pasivos con el resto del mundo aumentó del 49 % al 51 %.

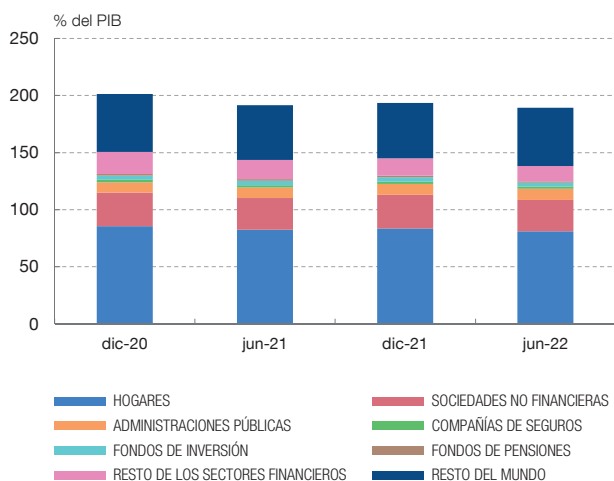
Las tenencias comunes del sector bancario con el resto de los sectores financieros residentes se redujeron ligeramente en junio de 2022 respecto a las mismas fechas del año anterior. Además, la distribución de las calificaciones crediticias de estas tenencias se ha mantenido relativamente estable. Las tenencias comunes de valores negociables del sector bancario —los títulos que se encuentran tanto en la cartera de los bancos como en la de otros sectores financieros— vieron reducido su peso ligeramente en el segundo trimestre de 2022 respecto al segundo trimestre del año anterior, con la mayor disminución registrada para bancos y fondos de inversión, de alrededor de 3 pp (véase gráfico 2.18.2). Actualmente, las tenencias comunes del sector bancario con el resto de los sectores financieros están próximas al 40 % del total de la cartera de valores negociables de los bancos²⁹. La distribución de las calificaciones crediticias de dichas tenencias se ha mantenido relativamente estable; son mayoritarios los activos calificados entre los niveles A+ y A- (entre un 26 % y un 28 %). Las tenencias comunes en el límite del grado de inversión representan alrededor del 10 % de la cartera de valores. Aunque de magnitud reducida, este

29 El valor de mercado de la cartera de valores negociables del sector bancario español rondaba los 640 mm de euros a finales de junio 2022. De este volumen, aproximadamente el 40 % estaba invertido en valores también mantenidos en las carteras de otros sectores.

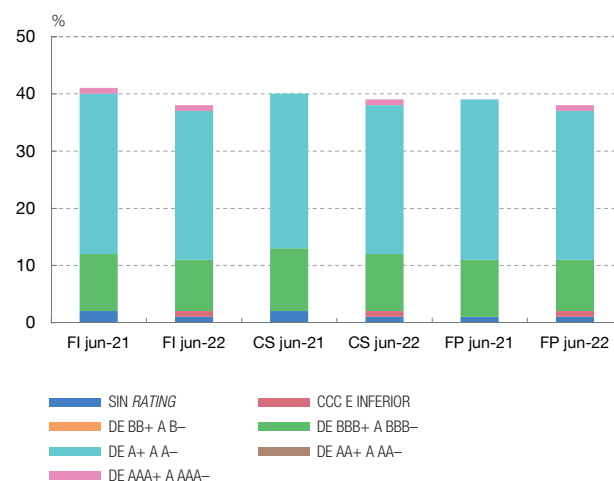
DISMINUYEN LOS PASIVOS DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A LOS SECTORES RESIDENTES Y AUMENTAN LOS MANTENIDOS CON EL RESTO DEL MUNDO. LAS TENENCIAS COMUNES CON OTROS SECTORES FINANCIEROS SE MANTIENEN ESTABLES

Los pasivos del sector bancario frente a los sectores residentes disminuyeron en el primer semestre del año alrededor de 7 pp sobre el PIB. En el mismo periodo, los pasivos frente al resto del mundo aumentaron en 2 pp sobre PIB. El peso sobre el total de tenencias de valores y la distribución de calificaciones crediticias de las tenencias comunes de valores con otros sectores financieros han permanecido relativamente estables.

1 PASIVOS DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A OTROS SECTORES DE LA ECONOMÍA (a)



2 PESO DE LAS TENENCIAS COMUNES ENTRE BANCOS Y OTROS SECTORES FINANCIEROS EN LA CARTERA DE VALORES DEL SECTOR BANCARIO (b)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv y Securities Holdings Statistics by Sector.

- a La categoría «resto de los sectores financieros» comprende todos los sectores financieros nacionales no desglosados en el gráfico. Datos individuales.
- b El sector bancario mantiene en su cartera de valores títulos que se encuentran también en las carteras de otros sectores. Las barras muestran las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros nacionales. Por ejemplo, la primera barra muestra que las tenencias comunes entre bancos y fondos de inversión representaban en junio 2021 alrededor de un 40 % del total de la cartera de valores del sector bancario; de ellas, aproximadamente un 10 % está situado en el límite del grado de inversión (de BBB+ a BBB-). Los cálculos se realizan según el valor de mercado de las tenencias que reportan las entidades (o, en su caso, el valor razonable). Se emplea el último rating disponible a cada fecha, homogeneizado según la escala de calificaciones crediticias de S&P.

último conjunto de exposiciones es más vulnerable al ciclo económico y podría generar dinámicas de ventas forzadas si disminuyese su calificación.

Las interconexiones generadas por la contratación de derivados constituyen un canal relevante de transmisión de riesgos entre entidades financieras, pero también con el resto de la economía³⁰. Además, la contratación de estos instrumentos podría generar canales de contagio entre las empresas no financieras y el sistema financiero, como se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, en el contexto de fuerte aumento de los precios de la energía, especialmente del gas. Esto se debe a que la operativa de derivados sobre productos energéticos vía cámaras de compensación central (CCPs, por sus siglas en inglés) exige a las contrapartes mantener un determinado nivel de garantías, que varía en función de

30 Para más detalles, véase la sección 2.2.2 del IEF de primavera de 2022.

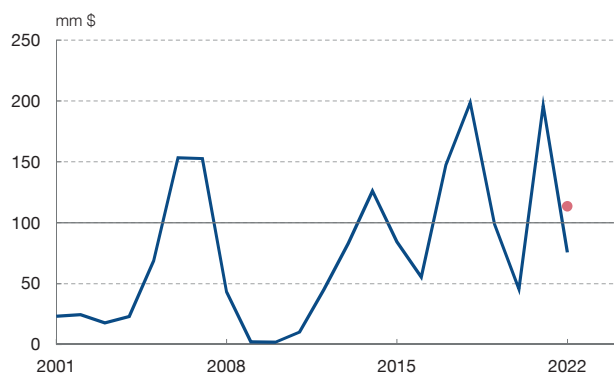
la evolución y volatilidad del precio del producto energético subyacente³¹. Ante el aumento del precio del gas, las contrapartes con posiciones cortas en este tipo de contratos deben proporcionar garantías adicionales a las cámaras de compensación. Adicionalmente, un aumento de la volatilidad de los precios podría elevar las necesidades de aportar colaterales a las dos partes del contrato. Recientemente, varias empresas energéticas del centro y del norte de Europa han experimentado problemas de liquidez ante el requerimiento de aumentar las garantías asociadas a sus posiciones cortas en derivados. Ello ha llevado a que sus respectivos Gobiernos hayan puesto a disposición de estas empresas líneas de liquidez para adelantar garantías, dado que los bancos con los que estas compañías trabajaban habían alcanzado sus límites internos de tolerancia al riesgo individual y los tipos de interés exigidos para seguir proporcionando financiación se consideraron inasumibles por las empresas energéticas. La moderación reciente de los precios de la energía reduciría la necesidad de potenciales medidas adicionales, pero el entorno incierto obliga a una monitorización frecuente de estas dinámicas.

Gráfico 2.19

EL SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO TIENE EXPOSICIONES ELEVADAS A LAS OBLIGACIONES COLATERALIZADAS POR PRÉSTAMOS (CLOs)

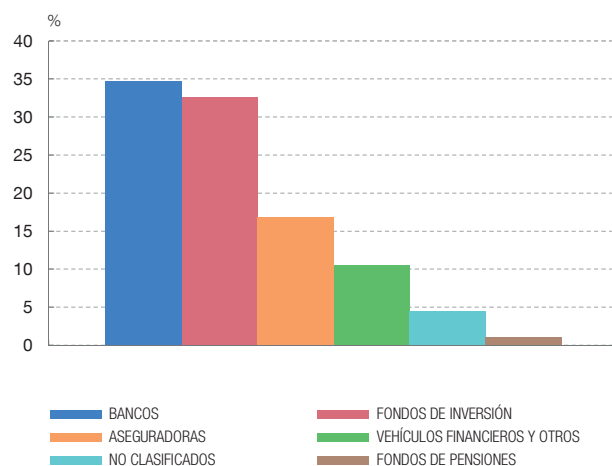
Las emisiones de CLOs han exhibido una gran fortaleza en los últimos años, estando el grueso de las tenencias identificadas en el activo de intermediarios financieros no bancarios. Estos intermediarios podrían sufrir pérdidas en caso de que se deteriorase la calidad crediticia en el sector financiero no corporativo.

1 EMISIÓN DE CLOs



• DATO DE 2022 ANUALIZADO

2 DISTRIBUCIÓN DE LAS TENENCIAS DE CLOs EN LA ZONA DEL EURO EN II TR 2022, POR SECTOR INSTITUCIONAL (a)



FUENTES: Autoridad Europea de Valores y Mercados a través del proyecto SFTDS, Banco Central Europeo, Banco de España, Refinitiv y Securities Holdings Statistics by Sector.

a Desglose de los tenedores de obligaciones colateralizadas por préstamos (CLO, por sus siglas en inglés). Muestra de CLOs para los que existe información de tenedores en SHSS, que representa un 15 % del total de los instrumentos activos, de acuerdo con Refinitiv Eikon. Esta muestra no presenta diferencias significativas, respecto a los CLOs para los que no se dispone información, en términos de tamaño del instrumento, moneda de denominación o país de emisión.

31 La situación en los contratos OTC no liquidados en CCPs es difícil de valorar, dada la opacidad de los mismos.

La exposición directa de los bancos del área del euro a los problemas recientes de las empresas energéticas es acotada, pero persisten riesgos de un impacto a través de canales indirectos. Ciertas entidades del sector bancario mantienen en su balance préstamos concedidos a empresas energéticas, títulos de valores emitidos por estas o son sus contrapartes en los contratos de derivados. Según los últimos datos disponibles en la base de datos *Statistical Data Warehouse* (BCE), la exposición del sector bancario del área del euro a empresas del sector energético a través de préstamos y anticipos rondaba el 1,3 % del total activo (el 1 % en el caso de España) a finales de 2021. Las exposiciones a través de renta fija son asimismo reducidas, tanto para las entidades españolas como para el conjunto de las europeas. Sin embargo, las tensiones en el sector energético pueden transmitirse a otros y acabar afectando al valor de un conjunto más amplio de tenencias.

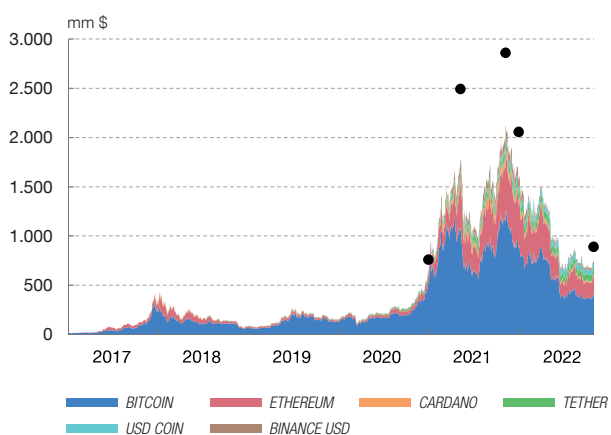
El volumen de emisiones de obligaciones colateralizadas por préstamos (CLO, por sus siglas en inglés) ha sido elevado en los últimos años; son particularmente notables las exposiciones a este segmento por parte de intermediarios financieros no bancarios. El volumen de emisiones de CLO, instrumentos negociables en mercados cuyo colateral son préstamos a empresas, en ocasiones

Gráfico 2.20

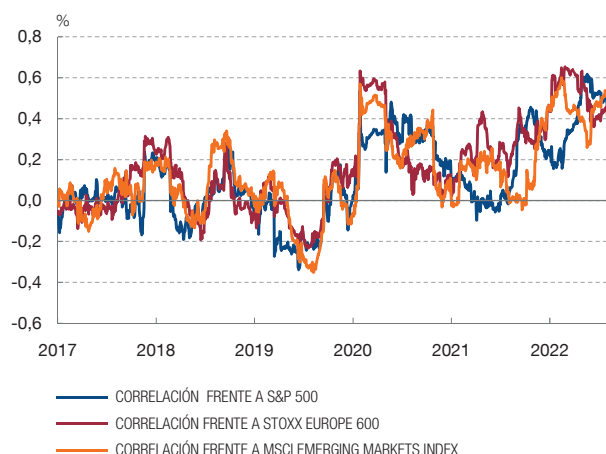
EL VALOR DE MERCADO DE LOS CRIPTOACTIVOS HA DISMINUIDO MARCADAMENTE EN 2022, OBSERVÁNDOSE UNA CORRELACIÓN ELEVADA ENTRE ESTOS INSTRUMENTOS Y LA RENTA VARIABLE

La cotización de los instrumentos sin respaldo, como el *bitcoin*, ha experimentado una elevada volatilidad y correcciones marcadas de valor. Los instrumentos con respaldo se han comportado de manera más estable, si bien con algunas excepciones. El mal desempeño de los criptoactivos ha coincidido con caídas en el valor de activos con riesgo tradicionales como la renta variable. En general, se observa una correlación elevada entre los retornos de los criptoactivos y de la bolsa.

1 VALOR DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES CRIPTOACTIVOS (a)



2 CORRELACIÓN DE RENDIMIENTOS DIARIOS DE UN ÍNDICE DE CRIPTOACTIVOS Y DE ÍNDICES DE RENTA VARIABLE - EUROPA, ESTADOS UNIDOS, ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



FUENTES: FSB, Refinitiv, CoinMarketCap and MVIS Investable Indices.

- a *Bitcoin*, *Ethereum* y *Cardano* son criptoactivos sin respaldo, mientras que el resto de los activos representados en el gráfico son *stablecoins*. Los puntos del gráfico recogen el valor de mercado de todos los criptoactivos y no solo de los representados en el gráfico.
- b El índice de criptoactivos utilizado para calcular las correlaciones es el MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, que se compone de los 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo), de acuerdo con su valor de mercado.

de alto rendimiento, ha sido muy elevado desde 2017: en términos acumulados alcanzó un total de 760 mm de euros en este período (véase el gráfico 2.19.1). Estas emisiones se han recuperado tras el notable parón registrado durante la pandemia y se mantienen en el primer semestre de 2022 en niveles superiores a los del mismo período de 2020. La fuerte emisión de CLO implica una distribución de riesgo de crédito asociado a préstamos al sector corporativo desde los bancos prestamistas hasta otros intermediarios financieros. En efecto, el examen de las tenencias de CLO, identificadas en las estadísticas de SHSS, muestra que una parte importante de estas están en el balance de intermediarios financieros no bancarios; las tenencias del sector bancario representan tan solo un 35 % del total en junio de 2022 (véase gráfico 2.19.2). De entre los intermediarios financieros no bancarios, destacan las tenencias de los fondos de inversión, que poseen más de un 30 % del volumen de CLO examinado.

En el arranque del año se observó un deterioro significativo en la cotización de los principales criptoactivos. En los primeros meses de 2022 se produjo una caída en la cotización de las principales criptomonedas sin respaldo, como el *bitcoin* (véase gráfico 2.20.1). Por otro lado, se han observado tensiones en algunos criptoactivos con respaldo, las llamadas *stablecoins*. Sin embargo, estas tensiones no han sido generalizadas, lo que sugiere que los inversores han discriminado entre estas, valorando los riesgos específicos de cada moneda. Estos desarrollos coincidieron con episodios de tensión en activos financieros tradicionales, como la renta variable. En líneas generales, se aprecia una elevada correlación entre la cotización de los criptoactivos y el resto de los activos, lo que pone en cuestión la diversificación en términos de riesgo que un inversor puede conseguir ganando exposición a estos (véase gráfico 2.20.2).

CALIDAD DEL CRÉDITO DE LAS EXPOSICIONES SUJETAS A AMPLIACIÓN DE PLAZO Y EXPIRACIÓN DE CARENIA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE AVALES PÚBLICOS SOBRE PRÉSTAMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS

El programa de avales públicos sobre préstamos a empresas no financieras introducido por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) como respuesta al inicio de la pandemia de COVID-19 tiene como objetivo mitigar su potencial impacto sobre el sector corporativo, debido a las restricciones a la actividad impuestas en distintas fases de la crisis sanitaria. Dada la incertidumbre existente sobre la duración y las implicaciones de la pandemia, los préstamos se otorgaron inicialmente con plazos de vencimiento relativamente largos¹, y se dio la posibilidad de solicitar carencias en el pago del principal, lo que fortaleció la liquidez de las empresas en el momento particularmente difícil de las fases iniciales de la crisis sanitaria. Con posterioridad, las condiciones de dichos avales se relajaron adicionalmente en algunos casos, ampliándose el plazo de los vencimientos, y extendiéndose el período de carencia, dada la persistencia de algunos efectos negativos de la pandemia en 2021 y también debido a los diversos desarrollos geopolíticos y económicos adversos que han tenido lugar desde entonces².

Diversas normas han articulado esta mayor flexibilidad de los programas de avales del Estado³. Parte de estas medidas de flexibilización han permitido reducir el esfuerzo financiero de las empresas en un período de finalización de otras medidas de apoyo, como moratorias fiscales y expedientes temporales de regulación de empleo⁴.

El objetivo de este recuadro es estudiar con los datos disponibles en la Central de Información de Riesgos del Banco de España la situación en términos de riesgo de crédito de las empresas que se han beneficiado del alargamiento del plazo o del uso de una carencia. Este ejercicio es relevante en el contexto actual, ya que estas empresas podrían tener un mayor riesgo de crédito latente, puesto que podrían haber recurrido a estas medidas por contar con una posición financiera más débil.

Los préstamos con aval ICO cuya carencia seguía viva en julio de 2022 representaban solo el 5,6% del dispuesto vivo en diciembre de 2021, pero aquellos cuya carencia había expirado en los siete primeros meses de 2022 alcanzaban el 32,2% de ese importe (véase panel izquierdo del gráfico 1). Este segundo grupo reúne así la mayor parte de las operaciones que han disfrutado de carencia en algún momento desde 2020 y se encuentran durante la segunda mitad de 2022 en un período determinante para la evolución de su calidad crediticia. Esto se debe al aumento de la carga financiera del servicio de la deuda, con la devolución del principal integrada en la cuota, y por un escenario macroeconómico que se anticipa gradualmente como menos favorable, por el incremento tanto de los costes de algunos de sus consumos intermedios como de su coste de financiación.

- 1 De acuerdo con el [informe de seguimiento del ICO](#) de mayo de 2022 para el programa de avales ICO Liquidez, el 34,4% de las operaciones tenían plazos de entre cinco y diez años; el 38,4%, de entre cuatro y cinco años; el 23,9%, de entre dos y cuatro años, y solo el 3,3% de las operaciones tenían plazos inferiores a dos años.
- 2 A julio de 2022, las operaciones acogidas al [Código de Buenas Prácticas](#) (que regula distintos tipos de relajación de condiciones de operaciones avaladas) por extensión de vencimiento han aumentado un 13% en número y un 18% en volumen con respecto al mes previo. No ha habido cambios ni por reducción de capital ni por transformación en préstamos participativos. El número acumulado de operaciones totales acogidas a estas medidas a esta fecha ascendía a 12.655 y su monto a 2.021 millones de euros.
- 3 Principalmente el [Real Decreto-ley 34/2020](#) (véase [recuadro 2.2 del IEF de otoño de 2021](#)), el [Real Decreto-ley 5/2021](#) y el [Real Decreto-ley 6/2022](#). Respecto al [Real Decreto-ley 5/2021](#), las condiciones y los requisitos particulares para acogerse a las medidas contempladas, que incluían quitas, se establecieron posteriormente en el [Acuerdo del Consejo de Ministros del 11 de mayo de 2021](#); con carácter general, las empresas interesadas no podían estar ni en procedimiento concursal ni en situación de mora; además, debían haber registrado una caída en la facturación entre 2019 y 2020 de un mínimo del 30%; las que no cumplían ese requisito también podían solicitarlo, pero sería potestativo para la entidad financiera el concederlo, al no estar sujeto al Código de Buenas Prácticas. El [Real Decreto-ley 5/2021](#) permitía dos años adicionales de plazo si la empresa se había acogido previamente a la ampliación de plazos al amparo del [Real Decreto-ley 34/2020](#), o cinco adicionales para el resto de las operaciones; en ambos casos el plazo final del préstamo avalado no podía superar los diez años (ocho cuando la ayuda pública es superior a los 2,3 millones de euros). El [Real Decreto-ley 6/2022](#) eliminaba el requisito de la caída significativa de ingresos por el COVID-19 para estas modificaciones. Además, ha abierto la posibilidad a que el Código de Buenas Prácticas determine los sectores, casos y condiciones en los que la carencia se amplíe en seis meses o se establezca una adicional de haber expirado su plazo.
- 4 Véanse [Junta Europea de Riesgo Sistémico \(2021\)](#), [Financial stability implications of support measures to protect the real economy from the COVID-19 pandemic](#); [Consejo de Estabilidad Financiera \(2021\)](#), [COVID-19 support measures. Extending, amending and ending](#); [E. Rancoita, M. Grodzicki, H. Hempell, C. Kok, J. Metzler, y A. Prapiestis \(2020\)](#), «[Financial stability considerations arising from the interaction of coronavirus-related policy measures](#)», [Financial Stability Review](#), noviembre, Special Feature A, y [E. Johannes y R. Zamil \(2020\)](#), [Prudential response to debt under Covid-19: the supervisory challenges](#), [FSI Briefs](#), 10, sobre la discusión del efecto de la retirada de las medidas de apoyo por el COVID-19.

CALIDAD DEL CRÉDITO DE LAS EXPOSICIONES SUJETAS A AMPLIACIÓN DE PLAZO Y EXPIRACIÓN DE CARENCIA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE AVALES PÚBLICOS SOBRE PRÉSTAMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)

Para el caso de la extensión de plazo, se ha realizado un seguimiento hasta julio de 2022 de los préstamos avalados por el ICO que estaban vivos en enero de 2021 y presentaban un vencimiento residual superior a los seis meses. Estas operaciones han sido clasificadas en función de si se han acogido a un aumento del plazo en el período comprendido entre enero de 2021 y julio de 2022. Una vez hecho esto, es posible estudiar la

evolución de la situación crediticia de ambos tipos de préstamos. En julio de 2022, el peso de las exposiciones de las operaciones que han extendido alguna vez su plazo representaba el 55,7 % del total (véase panel derecho del gráfico 1).

Empezando por el crédito avalado por el ICO cuyas carencias han vencido hasta julio de 2022, se ha observado

Gráfico 1 SITUACIÓN EN JULIO DE 2022 DE LAS CARENCIAS Y EXTENSIONES DE PLAZO EXISTENTES (a)

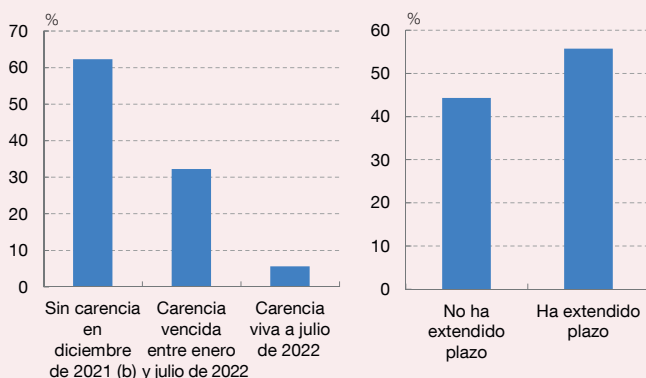


Gráfico 2 CALIDAD CREDITICIA DE LOS PRÉSTAMOS CON AVAL ICO CON CARENCIAS VENCIDAS. TOTAL (IZQ.) Y SECTORES MÁS AFECTADOS (DCHA.)

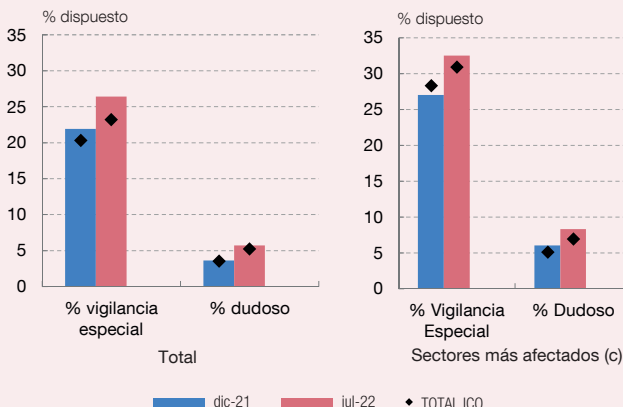


Gráfico 3 PORCENTAJE DE LAS OPERACIONES PROBLEMÁTICAS EN FUNCIÓN DE LAS EXTENSIONES DE PLAZO. TOTAL (IZQ.) Y SECTORES MÁS AFECTADOS (DCHA.)

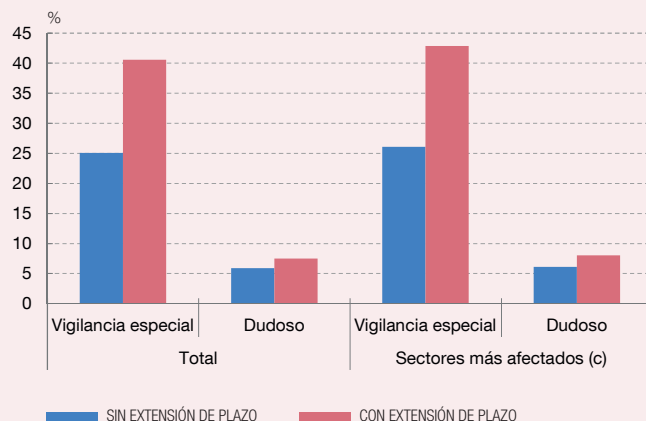
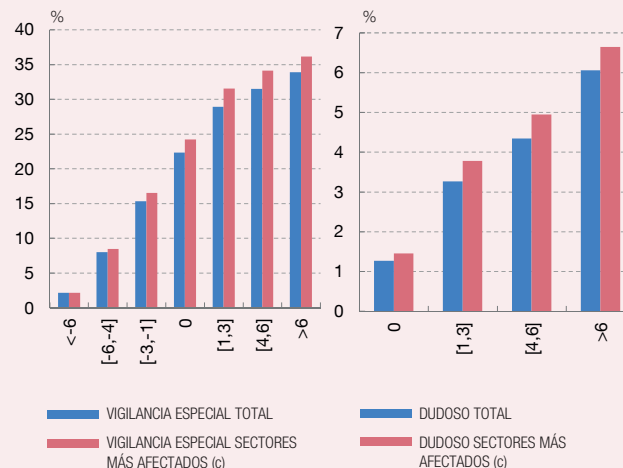


Gráfico 4 PORCENTAJE DE OPERACIONES PROBLEMÁTICAS SEGÚN EL MOMENTO DE AMPLIACIÓN DEL PLAZO DESDE ENERO DE 2021 (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Para el caso de extensión de plazo, se ha realizado un seguimiento hasta julio de 2022 de los préstamos avalados por el ICO que estaban vivos a principios de 2021 y presentaban un vencimiento residual superior a seis meses, lo que ha permitido clasificar las operaciones según si se acogieron a una extensión de plazo o no.
- b Se utiliza diciembre de 2021 como fecha de referencia anterior al vencimiento mayoritario de las carencias.
- c Los sectores más afectados por la pandemia se aproximan como aquellos con una caída de la facturación de más del 15 % en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte.
- d Porcentaje de operaciones en vigilancia especial o dudosas según la primera fecha de aumento de plazo (que se representa como t = 0) desde enero de 2021. El eje horizontal recoge el número de meses con respecto a dicha primera fecha de aumento de plazo (t = 0).

CALIDAD DEL CRÉDITO DE LAS EXPOSICIONES SUJETAS A AMPLIACIÓN DE PLAZO Y EXPIRACIÓN DE CARENCIA EN EL MARCO DEL PROGRAMA DE AVALES PÚBLICOS SOBRE PRÉSTAMOS A EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)

un empeoramiento de su calidad con respecto a diciembre de 2021. En concreto, los préstamos en vigilancia especial han pasado del 21,9 % al 26,4 %, y los dudosos, del 3,6 % al 5,7 %, medidos ambos en términos del volumen dispuesto (véase panel izquierdo del gráfico 2). Sin embargo, esta evolución no es demasiado distinta a la del total de operaciones con aval ICO (véase rombo negro en el panel izquierdo del gráfico 2), aunque el incremento de la proporción de préstamos en vigilancia especial es algo inferior en este caso, del 20,3 % al 23,2 %. En conjunto, no se observa que el fin de las carencias haya supuesto un deterioro abrupto de la calidad de estos préstamos.

Desde un punto de vista sectorial, los préstamos a los sectores más afectados por la pandemia que han visto finalizar su carencia presentaban en diciembre de 2021 un mayor nivel de partida de la proporción de préstamos tanto en vigilancia especial como dudosos con respecto al conjunto de los préstamos aval ICO con carencia vencida. Sin embargo, los incrementos de estas proporciones desde entonces son comparables a los del total de préstamos que han visto vencer su carencia, en el entorno de 5 puntos porcentuales (pp) y 2 pp, respectivamente, para vigilancia especial y dudosos (véase panel derecho del gráfico 2). Estos sectores se han visto especialmente beneficiados en la primera mitad de 2022 por la ausencia de restricciones sanitarias, y esto podría explicar que no presenten una evolución diferencial desfavorable.

Pasando ahora al análisis de las extensiones de plazo, el 25,1 % de las operaciones que no han extendido su plazo en ningún momento se han clasificado como en vigilancia especial en algún momento de su vida, frente al 40,6 % de las que sí lo extendieron. El porcentaje del número de préstamos clasificados como dudosos en algún momento del período analizado también es superior en el grupo de empresas que aumentaron el plazo (7,5 % frente a 5,9 %, respectivamente). Además, este efecto es algo mayor entre las empresas de sectores más afectados por la pandemia (véase gráfico 3).

Para estas operaciones con extensión de plazo, se analiza si el comportamiento comentado se produce tras la ampliación o si, por el contrario, ya venía observándose previamente a esta. Esto es relevante porque permitiría tener una idea de si el riesgo crediticio de las empresas aumentó con la modificación del plazo o si, en cambio, fueron las empresas en peor situación *ex ante* las que pidieron dichas extensiones.

Así, para cada operación acogida a los reales decretos-leyes de flexibilización se establece el momento de su primera extensión de plazo y si fue clasificada en vigilancia especial o como dudosa para ciertos intervalos temporales previos y posteriores a dicha extensión. Así, se observa que la situación crediticia de las operaciones avaladas acogidas a aumentos de plazo y afectadas por clasificaciones en vigilancia especial ya venía deteriorándose antes de la extensión de su plazo en un elevado porcentaje y que el deterioro continúa tras la misma. Además, se observa que el comportamiento es más marcado entre las empresas de sectores más afectados por la pandemia (véase gráfico 4). El patrón es similar en el caso de las clasificaciones a dudoso.

En consecuencia, las extensiones de plazo ofrecen señales de una menor capacidad de pago a corto plazo de las empresas. Sin embargo, esta se ha materializado hasta el momento, sobre todo, como un deterioro latente, en forma de un mayor peso de las exposiciones en vigilancia especial. En el caso del fin de las carencias, no se ha observado una materialización importante de dicho riesgo después del segundo trimestre de 2022, cuando han terminado la mayoría de ellas. Sin embargo, es necesaria una monitorización continua de estas carteras; en primer lugar, porque los deterioros resultantes del fin de las carencias podrían aflorar en un plazo más dilatado y, en segundo lugar, porque estas exposiciones, al igual que las que han tenido extensiones de plazo, pueden verse más afectadas ante potenciales deterioros del entorno macrofinanciero.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

El Banco de España ha aplicado su marco metodológico propio FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*)¹ para llevar a cabo el ejercicio regular de evaluación de la solvencia del sistema bancario español, que, en esta ocasión, se desarrolla en un entorno de significativa incertidumbre macroeconómica. Para el horizonte temporal 2022-2024, se han evaluado un escenario base, más cercano a las previsiones económicas², y un escenario adverso, extremo pero plausible, de deterioro de las condiciones macrofinancieras. Como es habitual, este ejercicio se desarrolla bajo la hipótesis de balance dinámico, por lo que el total activo de las entidades también se ajusta a los escenarios macroeconómicos.

Este escenario adverso contempla un elevado grado de materialización de los riesgos identificados en este informe, y en particular, una inflación más elevada y persistente en el tiempo, acompañada de un endurecimiento significativo de las condiciones financieras y de un fuerte freno del crecimiento del PIB. Esto supone un importante cambio cualitativo con respecto a los escenarios utilizados en el IEF de otoño de 2021, donde los riesgos que primaban eran aquellos que recaían sobre

la actividad y el deterioro de la confianza, vinculados a la evolución de la crisis sanitaria, pero dentro todavía de un entorno de tipos de interés bajos.

Descripción de los escenarios

En el escenario base, la economía española mantiene la recuperación iniciada en 2021, reflejada en una senda positiva de crecimiento real, que alcanza un acumulado del 9,8% en el horizonte de proyección (véase gráfico 1). En contraste, la materialización del escenario adverso provocaría una contracción acumulada de la economía del 1,3% en ese mismo horizonte. Uno de los determinantes de este menor crecimiento es el incremento asumido de la inflación acumulada (medida por el crecimiento del IPC), llegando a alcanzar esta los 20,6 puntos porcentuales (pp) en el periodo 2022-2024, que se traslada a los costes de hogares y empresas, y está asociado en buena medida al aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Además, esto también repercutiría en unas condiciones financieras mucho más estrictas, por el endurecimiento de la política monetaria y un cierto aumento de las primas de riesgo, que reducen los niveles de consumo e inversión de los agentes.

Gráfico 1
ESCENARIOS BASE Y ADVERSO PARA ESPAÑA. IMPACTO MACROECONÓMICO (a)

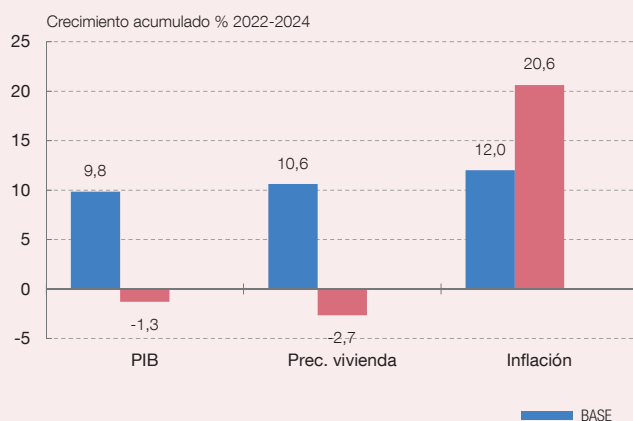
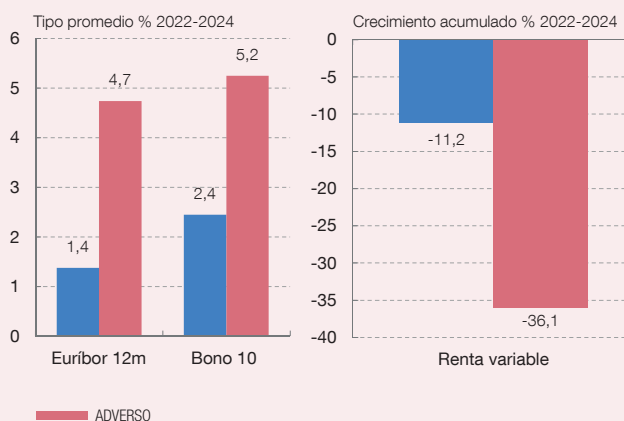


Gráfico 2
ESCENARIOS BASE Y ADVERSO PARA ESPAÑA. IMPACTO EN EL ENTORNO FINANCIERO (b)



FUENTE: Banco de España.

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

1 El FLESB es un marco metodológico *top-down*, es decir, lo desarrolla internamente el Banco de España, y aplica los mismos 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. 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 La evolución del crecimiento en el escenario base está en línea con las previsiones dentro del ejercicio europeo de junio de 2022 para España y otros países relevantes para las entidades bancarias españolas.

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

De hecho, los niveles medios en 2022-2024 del euríbor a doce meses y del bono del Tesoro español a 10 años serían de alrededor de 300 puntos básicos superiores en el escenario adverso a los del escenario base (alcanzando el 4,7 % en el primer caso y el 5,2 % en el segundo) (véase gráfico 2). Esto afectaría también a las valoraciones bursátiles, de forma que el índice de la Bolsa de Madrid se reduciría hasta 2024 en un 36,1 % en términos acumulados, frente a un recorte del 11,2 % en el escenario base.

La distinta sensibilidad sectorial al aumento del precio de la energía y de otras materias primas, así como a la menor demanda por la contracción de las rentas reales del sector privado, lleva a diferencias en términos de impacto del escenario adverso sobre el crecimiento de las diferentes ramas de actividad (véase gráfico 3). Los mayores impactos aparecen en la rama de la hostelería, afectada por el aumento adicional de los precios del transporte y de los alimentos, y por la reducción de la renta de los hogares, junto con otras ramas (construcción, transporte o industria) que son usuarias intensivas de energía y otras materias primas que se encarecen en los escenarios. Las actividades menos intensivas en consumo energético, como las actividades inmobiliarias y financieras, registran un menor impacto sectorial.

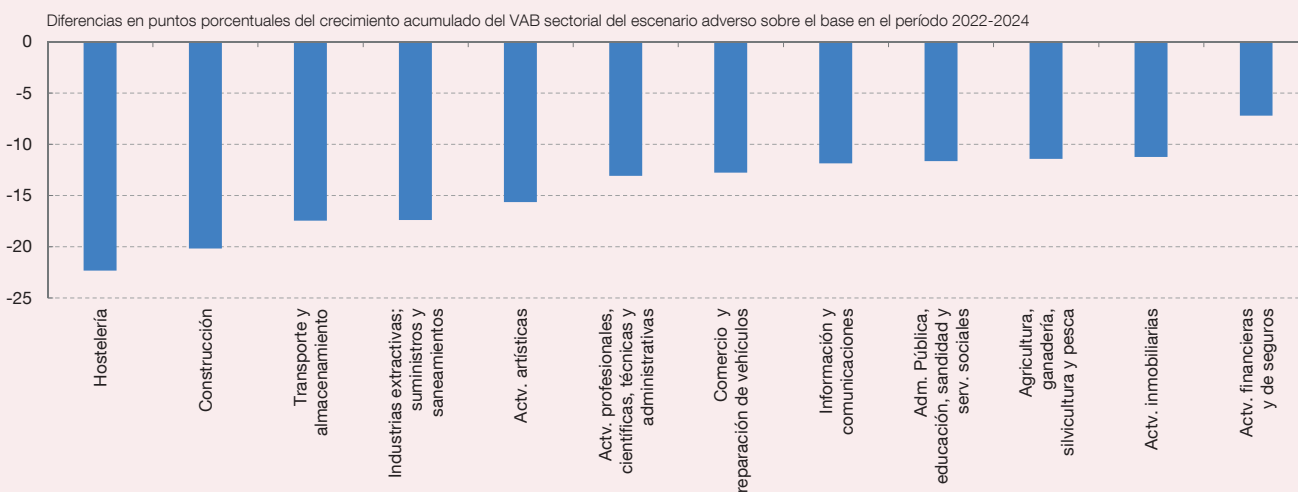
Los escenarios para el resto de los países en los que los bancos españoles tienen presencia significativa son consistentes con los empleados para España. Así, en el gráfico 4, se muestra la distribución por países de los

crecimientos acumulados del PIB real y de los precios, observándose en el escenario adverso una situación de estancamiento generalizada, con bajo crecimiento y alta inflación, coherente con la importancia del deterioro de las condiciones globales de oferta dentro de la narrativa de riesgos. Turquía presenta una inflación sustancialmente más elevada que el resto de países, reflejada también en su escenario base.

El gráfico 5 muestra los tipos promedio de largo y corto plazo del período 2022-2024, para los escenarios base y adverso. Se observa una transición general a tipos de interés más elevados para ambos plazos, consistente con un endurecimiento global de las condiciones de financiación. Los tipos en ambos escenarios se elevan especialmente en países que afrontan elevadas tasas de inflación, como es el caso de Brasil o Turquía. De forma consistente con el aumento de los tipos de interés en las economías avanzadas y el deterioro de la situación macroeconómica en las economías emergentes, el escenario adverso contempla también la depreciación respecto al euro, hasta 2024, frente a 2021, del tipo de cambio de México (10,5 %), Brasil (6,7 %) y, muy particularmente, Turquía (77,1 %).

El deterioro gradual de los escenarios macroeconómicos de proyección a lo largo de 2022 implica que las expectativas se han trasladado en cierta medida hacia el escenario adverso. Sin embargo, los ajustes contemplados en estas revisiones de expectativas son significativamente menores que los impactos de este

Gráfico 3
EFECTO DEL ESCENARIO ADVERSO SOBRE EL CRECIMIENTO ACUMULADO DEL VAB NOMINAL EN EL PERÍODO 2022-2024 EN 12 RAMAS DE ACTIVIDAD



FUENTE: Banco de España.

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

escenario adverso, en particular en cuanto a desempleo y crecimiento del PIB³. En ausencia de revisiones negativas adicionales de las expectativas económicas, no sería esperable que el efecto de los factores macroeconómicos sobre la solvencia bancaria se desviase en un grado elevado de los resultados obtenidos bajo el escenario base aquí contemplado. Por ejemplo, las métricas disponibles de la sensibilidad del modelo FLESB indican que ante la revisión de las proyecciones económicas para España que se materializaron entre junio y octubre sería esperable una reducción de 33 puntos básicos de la ratio de CET1 estimada para 2024⁴.

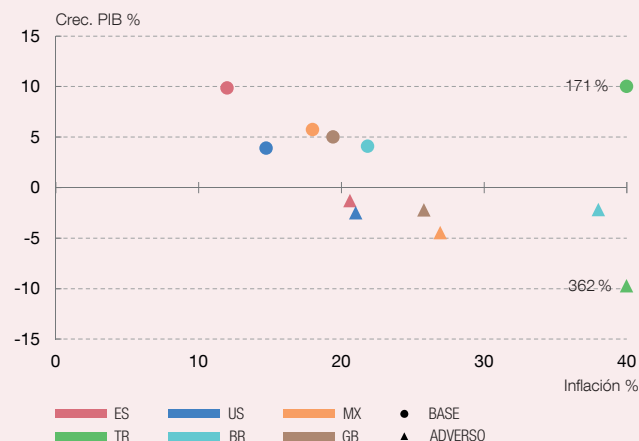
Hay que tener en cuenta también que las condiciones económicas están variando de forma rápida y que no es posible medir todas sus consecuencias efectivas de forma contemporánea. Por ejemplo, es esperable que los efectos de las revisiones al alza de inflación o tipos de interés ya producidas se materialicen a lo largo de múltiples

trimestres, a pesar de que no produzcan un impacto inmediato en la rentabilidad bancaria.

Resultados agregados del ejercicio

Los resultados agregados del ejercicio se resumen en el gráfico 6, que muestra la ratio CET1 de partida y la resultante al final del horizonte, bajo el escenario base y el adverso. Estos resultados se desglosan para tres grupos de entidades: (i) el grupo de entidades españolas supervisadas por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) con actividad internacional más significativa⁵, (ii) el resto de entidades bajo supervisión directa del MUS, y (iii) entidades de menor tamaño bajo supervisión directa del Banco de España y sin actividad internacional significativa (LSI, *Less Significant Institutions*, por su siglas en inglés). De esta forma, se pretende ilustrar cómo el distinto modelo de negocio de estos grupos afecta a los resultados.

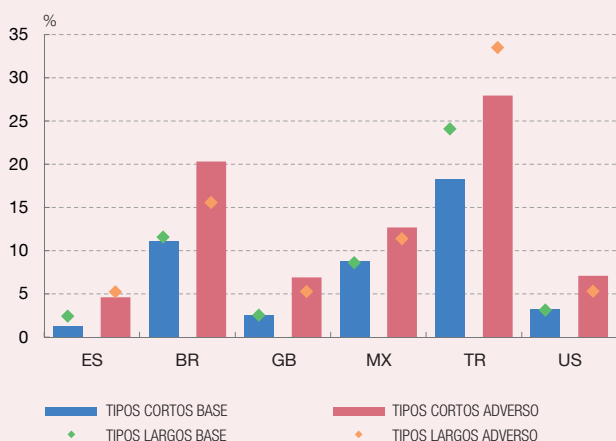
Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN POR PAÍS DE CRECIMIENTO ACUMULADO 2022-2024 DEL PIB REAL E INFLACIÓN EN ESCENARIOS BASE Y ADVERSO (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El rango del eje horizontal se ha limitado debido a los valores extremos de la inflación acumulada en Turquía. La inflación acumulada es del 171 % en el escenario base y del 362 % en el adverso.
- b La inflación se calcula a partir del índice armonizado de precios de consumo (AIPC).

Gráfico 5
PROMEDIO 2022-2024 DE LOS TIPOS A CORTO Y LARGO PLAZO POR PAÍS EN LOS ESCENARIOS BASE Y ADVERSO



- 3 Por ejemplo, para el caso de España, las *Proyecciones Económicas* de octubre de 2022 contienen revisiones al alza de la inflación y a la baja de la actividad con respecto a las elaboradas en trimestres previos.
- 4 Con respecto a las previsiones de junio, las proyecciones de octubre de 2022 contemplan un deterioro del crecimiento acumulado del PIB en España de 0.8 pp para 2022-2024 y un aumento de los tipos de interés medios de referencia en la euro área en ese mismo periodo de aproximadamente 100 puntos básicos. El cálculo de sensibilidad a la actividad se apoya en el análisis presentado en el *Capítulo 2* del IEF de primavera de 2019 y el estudio de la sensibilidad del modelo al aumento de los tipos de interés.
- 5 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.

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

El grupo de entidades con presencia internacional parte de una ratio de CET1 del 12,3%, inferior a la de los otros dos grupos de entidades, y termina el ejercicio de resistencia en el escenario base con una ratio superior, del 12,6%; e inferior en el escenario adverso, del 10%. El resto de entidades bajo la supervisión del MUS parten de una ratio de CET1 del 13,1% y aumentan su solvencia en el escenario base, llegando a una ratio del 14%; mientras que reducen su ratio en el adverso hasta situarse en el 9,9% al final del horizonte del ejercicio. Por último, las entidades bajo supervisión nacional directa, partiendo de una ratio de CET1 del 19,1% en 2021, mejoran su solvencia en ambos escenarios, hasta el 22,2% en el escenario base y el 20,6% en el adverso. Estos resultados reflejan que la solvencia agregada de las entidades de depósito españolas se

mantendría en niveles adecuados frente al elevado impacto económico asumido en el escenario adverso. Sin embargo, existe heterogeneidad por entidades, como se analiza más adelante en el recuadro.

Los principales elementos que determinan la evolución de la ratio de CET1 entre el punto de partida y el final del horizonte se presentan en el gráfico 7⁶. El aumento de capital para las entidades españolas con actividad internacional más significativa sería de 0,3 pp en el escenario base, mientras que en el escenario adverso, el consumo de capital llegaría a ser de 2,3 pp. En el escenario base, la generación de recursos a través del margen de explotación en España y del resultado neto en el extranjero (6,7% de APR) y las provisiones disponibles para cubrir deterioros en España (2% de APR)

Gráfico 6
RATIO CET 1, OBSERVADA EN 2021 Y RESULTADO EN 2024 DE LOS ESCENARIOS BASE Y ADVERSO

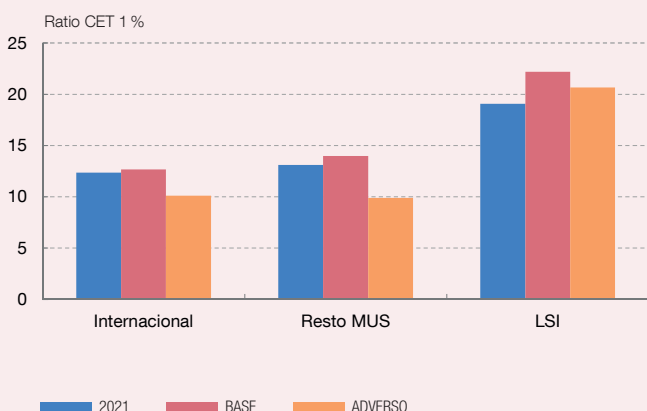
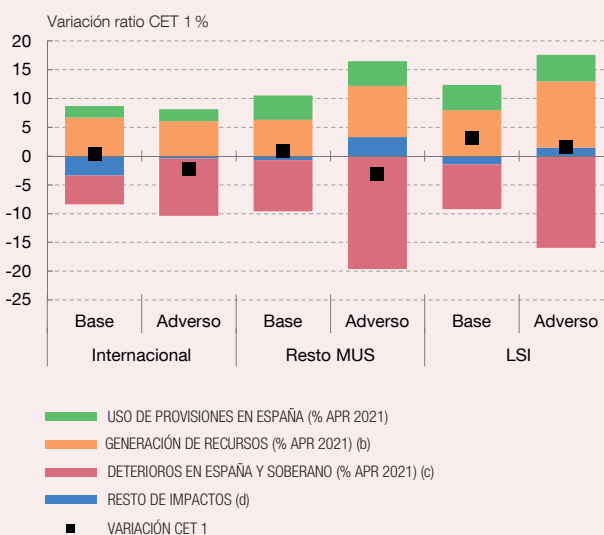


Gráfico 7
IMPACTO DE LOS ESCENARIOS DE MATERIALIZACIÓN DE RIESGOS EN LA SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2024 y de distintos flujos financieros en 2022-2024 (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, incluyendo también 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.

6 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. 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 2021. 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.)

compensan el volumen de pérdidas por deterioro en el negocio en España y las correcciones de valor del soberano (5 % de APR en conjunto)⁷. La actividad fuera de España contribuye en particular de forma positiva a sostener la rentabilidad y la solvencia en este escenario. No obstante, el resto de impactos contribuye de forma negativa (-3,4 % 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 bonos soberanos ascienden hasta el 10 % de APR, y no son compensadas con el uso de provisiones (2 % de APR) y la generación de recursos (6,1 % de APR). La evolución de los negocios fuera de España contribuye positivamente, pero en menor medida que en el base, a los resultados netos, debido a la contracción de la actividad, y también a la depreciación del tipo de cambio de algunas economías emergentes. El comportamiento menos expansivo de los APR en relación al escenario base evita una mayor reducción de la ratio de CET1.

El resto de entidades bajo la supervisión del MUS registraría un aumento de la ratio de CET1 de 0,9 pp en el escenario base y una reducción de 3,2 pp en el adverso. El uso de provisiones (4,3 %) y la generación de recursos (6,3 %) son más que suficientes para absorber las pérdidas por deterioro (8,9 % sobre APR), y la contribución del resto de impactos es negativa pero moderada (-0,8 % sobre APR), presentando un perfil de su negocio menos expansivo que el grupo anterior. En el escenario adverso, los mayores tipos de interés impulsan la generación de recursos (8,9 % de APR) a través del margen de explotación.

Sin embargo, la suma de estos, del uso de provisiones (4,3 %) y del resto de impactos (3,3 %), cuya contribución positiva está soportada en parte por un cierto grado de desapalancamiento, no consiguen compensar las pérdidas por deterioro (19,7 % de APR). Como en los otros grupos de entidades, estas se elevan de forma sustancial, por la conjunción de menor actividad económica y de un nivel de tipos de interés más elevado que presionan a la baja la capacidad de pago de hogares y empresas.

Por último, los incrementos de la ratio de CET1 de las entidades bajo supervisión directa del Banco de España, de 3,1 pp y 1,6 pp en el escenario base y en el adverso respectivamente, vienen apoyadas por un modelo de negocio más sencillo y menor asunción de riesgos. En el escenario base, la generación de nuevos recursos de absorción de pérdidas (8 % de APR) y el uso de provisiones (4,4 % de APR) más que compensan las pérdidas por deterioro (7,8 % de APR) y el resto de impactos (-1,5 % de APR). En el escenario adverso, los nuevos recursos de capital generados son muy positivos (hasta el 11,5 % de APR) gracias al aumento del margen de interés favorecido por la subida de tipos y, junto con el uso de provisiones (4,6 % de APR), compensan las pérdidas por deterioro (16 % de APR), que también crecen de forma muy destacada, pero en una medida algo menor que en el caso del resto de entidades supervisadas por el MUS al tener carteras en las que las hipotecas tienen un peso mayor. El resto de impactos contribuye positivamente (1,4 % sobre APR) debido en este caso también al mayor desapalancamiento observado en el escenario adverso.

Análisis de los canales de impacto

Los resultados agregados se derivan de diversos canales de impacto que afectan con distinta intensidad a las entidades, en función de su modelo de negocio y de la distribución de su balance.

Un primer canal de propagación, de carácter mitigante de los riesgos, se produce a través de la mejora del margen de interés, asociada a la subida de tipos. En el negocio en España, el incremento mediano estimado del margen de interés es de 3,2 pp en el escenario adverso frente al base (véase gráfico 8). La variación de los resultados entre entidades depende de factores como el peso de los depósitos al sector privado entre sus fuentes de fondos, con un coste relativamente menor que otras fuentes de financiación, y la composición de sus carteras de préstamos, con distintos grados de rentabilidad relativa al coste del pasivo.

Otro canal de ajuste con respecto al escenario base, este de carácter negativo, opera a través de la corrección en el valor de las tenencias de bonos soberanos. La pérdida mediana adicional en el escenario adverso sobre estas

7 Este grupo difiere de los otros dos en que incorpora resultados netos del negocio en el extranjero en su generación de recursos, así esta captura también las mayores dotaciones por deterioro fuera de España en el escenario adverso, y en que los deterioros, uso de provisiones y otros efectos en España, por su modelo de negocio, tienen un menor peso relativo sobre el total de APRs.

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

exposiciones sería de 0,8 pp sobre APR (véase gráfico 8). Este tipo de pérdidas también muestran heterogeneidad entre entidades, y son más elevadas para aquellas entidades con mayor proporción de bonos soberanos clasificados a valor razonable⁸, con plazos de vencimiento mayores, y de países que afrontan mayores descuentos de su deuda pública.

Finalmente, el efecto negativo combinado de la subida de tipos de interés y de la contracción del PIB en la calidad del crédito de las empresas y de los hogares⁹, por el contrario, da lugar a un aumento en las dotaciones a provisiones por deterioro, que es heterogéneo entre entidades bancarias (véase gráfico 8). Teniendo en cuenta las diferencias de partida en la calidad de los préstamos, la distinta composición de las exposiciones y el grado de cobertura por los avales ICO, el aumento mediano estimado en las provisiones por dotaciones de crédito en España es 7,4 pp sobre APR mayor en el escenario adverso que en el base. Es importante notar que, en la transición a este escenario desfavorable, la magnitud de los efectos negativos sobre dotaciones domina a la de los efectos positivos sobre el margen de interés.

Análisis adicional de sensibilidad

Asimismo, como en ejercicios anteriores, se ha considerado el efecto del programa de avales públicos ICO al crédito empresarial en respuesta a la pandemia, que mitiga las pérdidas por deterioro y favorece la solvencia de las entidades españolas. Si bien, debe tenerse en cuenta que cuantas más pérdidas por deterioro sea capaz de absorber el programa, mayor será su coste fiscal. Las estimaciones consideran una banda de impacto en función de supuestos sobre la calidad de crédito relativa de los préstamos avalados (véase gráfico 9), puesto que existe todavía incertidumbre sobre su alcance¹⁰. Bajo un supuesto intermedio, el programa de avales públicos, al absorber parte de las pérdidas, contribuiría positivamente a la ratio de CET1 en 1 pp y 2,7 pp en los escenarios base y adverso.

En este ejercicio, también se han realizado análisis de sensibilidad a otros supuestos de modelización de relevancia en los escenarios considerados (véase gráfico 10). Por un lado, se ha evaluado el supuesto de que las entidades clasificaran todas sus tenencias de deuda pública (en España y en el extranjero) a criterio de coste amortizado. En este caso hipotético, la ratio CET1 sería 0,8 pp y 2 pp superior en el escenario base y adverso, en relación con los resultados del ejercicio principal, donde se considera el peso real de la deuda a coste amortizado en la cartera de los bancos a finales de 2021. En consecuencia, las entidades limitarían las pérdidas de valor a corto plazo por las subidas de tipos si clasificaran toda su cartera de bonos soberanos a coste amortizado. Sin embargo, esto implicaría también mantener más tiempo en balance instrumentos con una rentabilidad relativamente baja, un efecto adicional que no se ha examinado. En el extremo contrario, si las entidades mantuvieran 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 1,7 pp y 4,5 pp, respectivamente, en relación con los resultados del ejercicio actual. Este análisis tiene el propósito de comprender mejor el funcionamiento de los canales de impacto y los elementos de mitigación, y no representa una extensión del escenario adverso o una fuente de tensión adicional, ya que las entidades pueden mantener el criterio de coste amortizado.

Por otro lado, se ha estudiado el efecto de que las entidades mantuvieran el diferencial de los tipos de interés de préstamos y de depósitos constante, frente al enfoque considerado en el ejercicio de estimar su evolución en base a la experiencia histórica, que predice un aumento importante de los márgenes unitarios ante la subida de los tipos de interés. En ese caso, se obtendrían disminuciones en la solvencia de 0,6 pp y 3,1 pp en los escenarios base y adverso, respectivamente. Una menor ampliación de los márgenes con respecto a lo estimado en el ejercicio podría ser el resultado de una insuficiente traslación de los tipos de mercado a los tipos del crédito, junto con la preocupación

8 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.

9 En el conjunto de los préstamos en el negocio en España a empresas y hogares, las primeras presentan un peso relativo del 45,8 % frente a un 54,2 % de los segundos.

10 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 presentados en este recuadro se derivan en el punto medio de este rango de efecto de los avales ICO.

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

por mantener depósitos en un entorno de crisis, que les llevara a remunerar estos más de lo que harían en un entorno normalizado. En cualquier caso, este es un análisis ilustrativo de sensibilidad y la evidencia empírica disponible señala con fuerza hacia la ampliación de diferenciales en entornos de subidas de tipos de interés.

Adicionalmente, se ha evaluado el impacto de aplicar un gravamen fiscal del 4,8% en el margen de intereses y las comisiones netas de las entidades financieras con ingresos brutos en estas partidas superiores a los 800 millones de euros en 2019. Este gravamen reduciría la ratio CET1 agregada en 0,1 pp en el escenario base, y en 0,2 pp en el

Gráfico 8
DISTRIBUCIÓN POR ENTIDADES DEL IMPACTO DEL ESCENARIO ADVERSO EN EL MARGEN DE INTERÉS, LAS DOTACIONES Y EL EFECTO DEL SOBERANO SOBRE APR DE 2021 (a). ENTIDADES SI

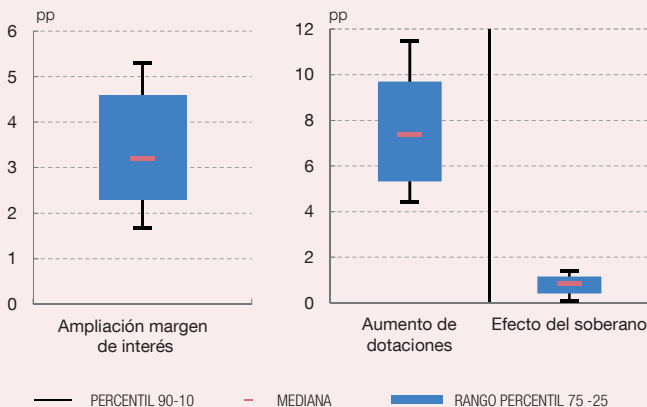


Gráfico 9
EFECTO DEL PROGRAMA DE AVALES ICO (b) (c)

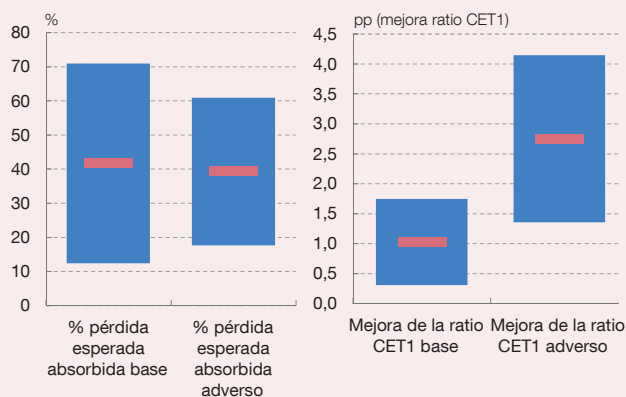
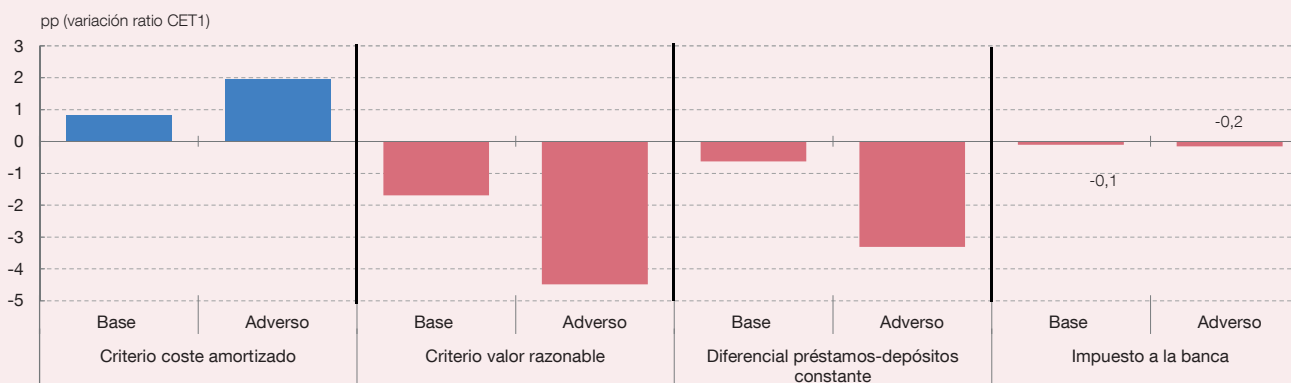


Gráfico 10
SENSIBILIDADES A OTROS SUPUESTOS DE MODELIZACIÓN (d)



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 2022-2024 sobre APR de 2021 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 (izda.) 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 roja indica el nivel de efecto intermedio.
- d Se muestran las diferencias en las ratios de capital CET1 proyectadas para 2024 en los ejercicios de sensibilidad frente a las proyectadas para 2024 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 bonos soberanos a coste amortizado; ii) efecto de reclasificar todas las exposiciones a bonos soberanos a valor razonable; iii) impacto de mantener constante el diferencial de préstamos depósitos; y iv) aplicar el impuesto del 4,8% en su margen de intereses y las comisiones netas de las entidades financieras con ingresos brutos en estas partidas superiores a los 800 millones de euros en 2019.

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

adverso. En este segundo escenario, la base del impuesto se ve ampliada por la expansión del margen de interés. Así, el gravamen supondría una mayor carga relativa precisamente en un escenario en el que se reducen la rentabilidad y la solvencia.

Conclusiones

El análisis realizado muestra que la materialización de los riesgos principales contemplados en este Informe podría tener un impacto significativo en términos de consumo de capital, siendo sin embargo la capacidad de absorción de pérdidas del sector suficiente para mantener un nivel de solvencia agregado adecuado. Para interpretar estos resultados, es necesario aplicar una especial cautela por la mayor incertidumbre que se afronta en el ejercicio de este año. En particular, el uso de escenarios con subidas marcadas de tipos de interés supone una ruptura con

respecto a las pruebas de resistencia de años más recientes, concernidas sobre todo con los riesgos de contracción de la demanda asociados a la pandemia. En esta situación, múltiples partes de los balances y cuentas de resultados de las entidades pueden experimentar ajustes marcados, posiblemente de signo contrapuesto, como margen de interés y dotaciones, y el abanico de resultados posibles es más amplio que en otros entornos. Pueden operar también factores idiosincrásicos en la situación de entidades individuales, más allá de los factores macro que tienen especial peso en el análisis del recuadro.

Todo ello motiva un posicionamiento cauto del sector al considerar los planes de provisiones y capital, y una vigilancia estrecha de la evolución macroeconómica que permita reaccionar con rapidez si finalmente se materializaran los riesgos considerados.

EL DICTAMEN DEL BCE SOBRE LA PROPUESTA DE GRAVAMEN FISCAL TEMPORAL AL SECTOR BANCARIO EN ESPAÑA

Como se ha indicado en el texto principal de este informe, se encuentra en discusión en Parlamento español una proposición de ley para el establecimiento de un gravamen temporal a las entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito. El gravamen propuesto estaría vigente en el período 2023-2024 y se aplicaría a los bancos que superaban un umbral mínimo de ingresos brutos por intereses y comisiones en 2019, cifrado en 800 millones de euros. El tipo impositivo sería del 4,8 % y la base del gravamen sería la suma del margen de intereses y las comisiones netas correspondientes a 2022-2023. Además, la proposición de ley establece que el importe de la prestación y su pago anticipado no serán objeto de repercusión económica. Esto implica que significa que la prestación no puede trasladarse a los clientes de las entidades de crédito y financieras afectadas¹.

El objetivo de recaudación de la medida alcanza aproximadamente los 1.500 millones de euros cada año, lo que, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, representaría un 0,11 % de los activos ponderados por riesgo (APR) de las entidades afectadas en diciembre de 2021 y un 0,10 % sobre los APR del total de entidades de depósito (Total ED)². En relación al capital de nivel 1 ordinario (CET 1) en diciembre de 2021 de las entidades afectadas, la media representa un 0,87 % (0,77 % en el caso de Total ED). El gravamen fiscal representaría igualmente el 12 % del resultado neto en el negocio en España de las entidades afectadas (10,8 % para Total ED). En todo caso, hay que tener en cuenta que el impacto relativo que finalmente represente esta medida dependerá de las dinámicas de resultados y crecimiento de balance que se produzcan en el período 2022-2023. Como se analiza en el recuadro 2.2., un escenario adverso podría incrementar el impacto relativo de la medida³.

El 23 de septiembre de 2022 el Banco Central Europeo (BCE) recibió del Banco de España, en nombre de las Cortes Generales españolas, una solicitud de dictamen acerca de esta proposición de ley. La competencia consultiva del BCE se basa en el Tratado de Funcionamiento de la Unión

Europea, así como en la Decisión 98/415/CE del Consejo, pues la proposición de ley se refiere al Banco de España, a normas aplicables a las entidades financieras que influyen significativamente en la estabilidad de las entidades y los mercados financieros, y a las tareas del BCE respecto de la supervisión prudencial de las entidades de crédito. De conformidad con el Reglamento interno del Banco Central Europeo, el dictamen fue adoptado por el Consejo de Gobierno del BCE el 2 de noviembre de 2022⁴. A continuación, se resume el contenido de este dictamen, que se concentra en distintos aspectos desde la perspectiva de la política monetaria, la estabilidad financiera y la supervisión bancaria.

En primer lugar, el dictamen describe el contexto actual de la política monetaria, caracterizado por la elevada inflación, que ha llevado al BCE, en línea con su objetivo fundamental de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, a desarrollar un proceso de normalización de su política monetaria. Desde esta perspectiva, el dictamen señala que las entidades de crédito desempeñan un papel especial a la hora de garantizar la transmisión fluida de las medidas de política monetaria a la economía en general, de forma que una posición de capital adecuada ayuda a las entidades de crédito a evitar ajustes bruscos en su concesión de crédito a la economía real.

En este contexto, se ha demostrado que los ingresos netos por intereses suelen aumentar a medida que aumentan los tipos de interés oficiales, y este efecto es mayor cuanto menor sea el peso de los préstamos a largo plazo y, respecto a estos, cuanto menor sea la proporción de operaciones a tipo de interés fijo. No obstante, este efecto puede compensarse con un menor volumen de préstamos, por pérdidas en la cartera de valores y aumentos en las provisiones como consecuencia del deterioro de la calidad de la cartera de crédito. La materialización de riesgos a la baja en el entorno actual puede reducir de manera significativa la capacidad de pago de los deudores. Por lo tanto, el efecto neto de la normalización de la política monetaria sobre la rentabilidad

1 De acuerdo con la propuesta, corresponderá a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) garantizar el cumplimiento de esta obligación, sin perjuicio de las competencias del Banco de España y de su deber de colaboración a este respecto.

2 Las entidades que superarían el umbral de ingresos para la sujeción a la medida representan de forma conjunta más del 90 % de los APR del Total ED, por lo que el peso de la medida sobre sus resultados o balance es próximo al que esta representa para el total de las entidades de depósito en España.

3 Véase Gráfico 10 del Recuadro 2.2. En el análisis realizado en ese recuadro, el impacto del gravamen se relativiza por los APR de 2024 en dos escenarios macroeconómicos simulados, lo que puede generar diferencias con respecto al peso del efecto sobre APR de 2021 considerado en este recuadro.

4 Véase Dictamen del BCE CON/2022/36 de 2 de Noviembre de 2022 acerca de la Proposición de Ley 122/000247 para el establecimiento de gravámenes temporales energético y de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito.

de las entidades de crédito podría ser posiblemente menos positivo, o incluso negativo, en un horizonte temporal prolongado.

En este sentido, y dado que la determinación de los destinatarios del gravamen temporal atiende a los ingresos totales por intereses y comisiones correspondientes a 2019, la opinión del BCE señala que es posible que estas entidades registren unos beneficios bajos o pérdidas en el momento en que se recaude de forma efectiva el gravamen. Se concluye que, si la capacidad de las entidades de crédito para alcanzar posiciones de capital adecuadas se ve perjudicada, esto podría poner en peligro una transmisión fluida de las medidas de política monetaria a la economía en general a través de los bancos.

En segundo lugar, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, el BCE ya se ha pronunciado anteriormente sobre otros proyectos de legislación que introdujeran gravámenes dirigidos a las entidades de crédito en varios Estados miembros. A este respecto, el BCE ha manifestado que no sería deseable utilizar los ingresos procedentes de los impuestos recaudados de las entidades de crédito con fines presupuestarios generales si, y en la medida en que, de este modo, las entidades de crédito fueran menos resilientes a las perturbaciones económicas y, en consecuencia, limitaran su capacidad de conceder crédito, empujándolas a ofrecer condiciones menos favorables a los clientes al conceder préstamos y otros servicios y reduciendo determinadas actividades. Esto crearía incertidumbre y afectaría negativamente al crecimiento económico real. En consonancia con estas consideraciones, el BCE ha recomendado en el pasado que sea necesaria una clara separación entre la cuenta extraordinaria creada a partir de los ingresos procedentes de los gravámenes y los recursos presupuestarios generales de las administraciones públicas para evitar su utilización con fines de saneamiento presupuestario general.

Por otra parte, el dictamen señala que la imposición de impuestos o gravámenes ad hoc a las entidades de crédito con fines presupuestarios generales debe ir precedida de un análisis exhaustivo de las posibles consecuencias negativas para el sector bancario, al objeto de garantizar que dichos impuestos no planteen riesgos para la estabilidad financiera, la resiliencia del sector bancario y la concesión de créditos, lo que podría afectar negativamente al crecimiento económico real. Por consiguiente, el gravamen debe considerarse cuidadosamente en lo que se refiere a su

impacto en la rentabilidad de las entidades de crédito afectadas y, por tanto, en su generación interna de capital y en su concesión de crédito.

Asimismo, se señala que la consideración de una entidad de crédito afectada como obligado al pago del gravamen temporal mientras registre pérdidas netas, distorsionaría significativamente y perjudicaría aún más la resiliencia de un banco deficitario. Además, la aplicación del gravamen únicamente a determinadas entidades de crédito españolas podría falsear la competencia en el mercado y perjudicar la igualdad de condiciones tanto dentro del país como en toda la unión bancaria.

En vista de lo anterior, el BCE recomienda que la propuesta legislativa vaya acompañada de un análisis exhaustivo de las posibles consecuencias negativas para el sector bancario, detallando, en particular, el impacto específico del gravamen temporal sobre la rentabilidad de las entidades de crédito y financieras afectadas y sobre las condiciones de competencia en el mercado, de manera que se garantice que su aplicación no plantea riesgos para la estabilidad financiera, la resiliencia del sector bancario y la concesión de créditos.

De acuerdo con la opinión, esta recomendación es especialmente pertinente en el actual entorno económico y financiero, que presenta una gran incertidumbre, y ante la perspectiva de que las provisiones para pérdidas crediticias de las entidades de crédito aumenten debido a la acusada ralentización prevista de la actividad económica real. En este contexto, debe tenerse en cuenta que las entidades de crédito ya han tenido que registrar provisiones más elevadas con respecto a su exposición a empresas no financieras activas en sectores con un elevado consumo energético.

En tercer lugar, desde la perspectiva de la supervisión prudencial, el BCE entiende que, dado que la base sobre la que se establecería el gravamen temporal no tiene en cuenta todo el ciclo económico y no comprende, entre otros, los gastos de explotación ni el coste del riesgo de crédito, el importe del gravamen temporal podría no ser proporcional a la rentabilidad de una entidad de crédito. Así pues, como consecuencia de la aplicación general del gravamen temporal, las entidades de crédito que no se benefician necesariamente de las condiciones actuales del mercado podrían ser menos capaces de absorber los posibles riesgos a la baja de una recesión económica.

Asimismo, considera que una disposición genérica que establezca que el gravamen temporal no puede trasladarse a los clientes de las entidades de crédito podría generar incertidumbre, así como riesgos operativos y de reputación conexos para dichas entidades. Aclara que los incrementos de precios aplicables a los clientes debidos a: i) los aumentos de costes distintos del gravamen temporal, tales como gastos de explotación, de financiación y de capital; ii) los aumentos de los costes relacionados con la cobertura de riesgos, y iii) los ajustes de los márgenes comerciales, son aumentos legítimos. Por otro lado, el BCE espera, en general, que las entidades de crédito, de conformidad con las buenas prácticas internacionales, tengan en cuenta y reflejen en los precios de los préstamos todos los costes pertinentes, incluidas las consideraciones fiscales, cuando proceda. Así mismo, solicita aclarar qué mecanismos de verificación aplicará la CNMC para garantizar el cumplimiento de este requisito. Habida cuenta de todas las circunstancias diferentes que pueden provocar un incremento de los precios en el contexto actual de subidas de los tipos de interés, inflación o deterioro de las primas de riesgo, parece difícil diferenciar si el gravamen temporal se trasladaría de forma efectiva a los clientes o no.

Finalmente, el dictamen realiza algunas consideraciones adicionales. En primer lugar, señala que existe una

discrepancia entre la redacción utilizada en la proposición de ley para establecer el criterio a la hora de determinar las entidades de crédito y financieras afectadas por el gravamen temporal, que hace referencia a «la suma de ingresos por intereses y comisiones, determinada de acuerdo con su normativa contable de aplicación», y la redacción para determinar la base a la que se aplica el gravamen temporal del 4,8 %, que se refiere a «la suma del margen de intereses y de los ingresos y gastos por comisiones que figuren en su cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al año natural anterior». A este respecto, y por lo que se refiere a la determinación de la base a la que se aplica el gravamen temporal, el BCE entiende que este es aplicable a los ingresos netos por intereses y a los ingresos netos por comisiones. En este sentido, concluye que sería deseable una terminología más clara en el texto final sobre el criterio a la hora de determinar las entidades de crédito y financieras afectadas en aras de la seguridad jurídica. En segundo lugar, señala que no está clara cuál será la función de colaboración del Banco de España para garantizar el cumplimiento por parte de las entidades de crédito del requisito establecido en la proposición de ley de no trasladar el importe del gravamen temporal a sus clientes. Sobre este punto, el BCE subraya que esta cuestión podría aclararse más, en particular, indicando que no equivale a encomendar ninguna tarea nueva al Banco de España.

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

Los indicadores contemporáneos de tensiones financieras sistémicas han aumentado significativamente durante el tercer trimestre de 2022, lo que ha acentuado la tendencia ascendente que venía observándose en ellos desde mediados de 2021. Estas tensiones financieras reflejan en buena medida las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, como el aumento de la incertidumbre y las mayores presiones inflacionistas, impulsadas en los países europeos de manera destacada por el aumento de los costes de la energía y de los alimentos y las alteraciones en las cadenas globales de suministro. No obstante, la combinación de mayor incertidumbre e inflación no ha frenado por el momento el proceso de corrección de los indicadores principales de crédito y actividad que guían las decisiones trimestrales del colchón de capital anticíclico (CCA), que habían experimentado un repunte en 2020 a raíz del impacto económico del COVID-19.

En los próximos trimestres, la fuerte incertidumbre económica, unida al endurecimiento de la política monetaria para frenar la inflación, incrementará los riesgos a la baja sobre las perspectivas de crecimiento económico y la provisión de financiación a la economía. En estas circunstancias resulta aconsejable mantener el porcentaje del CCA en el 0%. Por otro lado, la evolución del sector inmobiliario merece una atención especial, dado que persisten las señales moderadas de desequilibrio de precios ya identificadas en Informes de Estabilidad Financiera (IEF) previos. Aunque los indicadores más recientes proporcionan alguna señal de la posible ralentización en este mercado, habrá que esperar a recibir más información para confirmar un menor dinamismo. Adicionalmente, aunque no existe evidencia generalizada de relajación de los estándares de concesión de préstamos, sí se han identificado algunos segmentos de prestatarios más fuertemente endeudados que tendrían que ajustar sus presupuestos de gasto en un escenario de materialización de riesgos macroeconómicos.

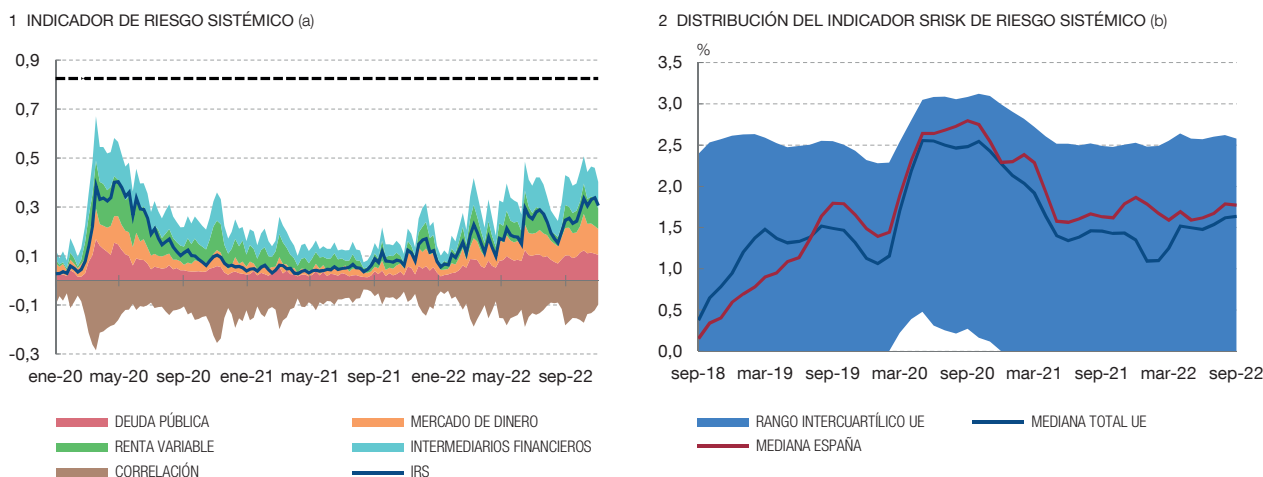
3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

Las tensiones sistémicas en los mercados financieros se han intensificado en los últimos meses ante la persistencia de las presiones inflacionistas y el aumento de la incertidumbre. El indicador de riesgo sistémico (IRS) que elabora el Banco de España¹ ha aumentado significativamente durante el tercer trimestre de 2022, aunque continúa por debajo de los niveles alcanzados al comienzo de la

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.

LOS INDICADORES DE RIESGO SISTÉMICO FINANCIERO Y BANCARIO MANTIENEN SU TENDENCIA ALCISTA, AUNQUE CONTINÚAN LEJOS DE LOS NIVELES ALCANZADOS EN EL INICIO DE LA PANDEMIA DE COVID-19

El repunte iniciado a mediados de 2021 ha continuado durante 2022, dada la persistencia de las tensiones geopolíticas e inflacionistas, el deterioro de las perspectivas económicas y el endurecimiento de las condiciones financieras. El riesgo sistémico de las entidades bancarias medido por el indicador SRISK ha aumentado desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania para el conjunto de la UE. Las entidades españolas, inicialmente poco afectadas, han evolucionado en los meses recientes de forma más similar a la del resto de los bancos europeos.



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 y 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 positiva 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 2 de noviembre de 2022.
- b El indicador SRISK recoge el capital adicional para cubrir, ante un *shock* de mercado significativo, los requerimientos de capital bancario a valor de mercado, y lo expresa 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. Brownlees y R. Engle (2017), «SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk», *The Review of Financial Studies*, n.º 30, para más detalles. El índice SRISK para los meses del tercer trimestre de 2022 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del segundo trimestre de 2022 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 2022.

pandemia, en marzo de 2020 (véase gráfico 3.1.1). El aumento de las tensiones es común a los cuatro segmentos financieros que sintetiza el IRS, lo que supone una mayor correlación entre ellos y reduce las posibilidades de diversificación para los inversores. Esta evolución refleja el endurecimiento de las condiciones financieras, propiciado por el aumento de las primas de riesgo asociado a la mayor incertidumbre y también por las medidas de política monetaria adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) y otras autoridades para tratar de frenar la inflación. Por otro lado, las tensiones geopolíticas y sus consecuencias económicas también han influido en las tensiones financieras sistémicas, en especial las vinculadas a la reducción drástica del suministro de gas ruso a Europa.

El indicador SRISK ha mostrado un cierto repunte desde marzo de 2022 tanto para el agregado de la Unión Europea (UE) como para las entidades españolas. El contexto de mayores tensiones geopolíticas e incertidumbre

económica ha propiciado un aumento de la contribución al riesgo sistémico de las entidades bancarias, aproximado mediante el indicador SRISK (véase gráfico 3.1.2)². Con el inicio de la invasión de Ucrania por Rusia, el mejor comportamiento relativo de este indicador para los bancos españoles redujo la distancia que estos mantenían con respecto a la mediana europea. Desde julio de 2022, el SRISK mediano de las seis entidades españolas cotizadas ha aumentado paulatinamente, en línea con el del resto de las entidades europeas, coincidiendo con el endurecimiento de la política monetaria y el deterioro de las perspectivas económicas. No obstante, el valor de este índice para las entidades españolas y el resto de las europeas sigue en niveles significativamente inferiores a los observados durante los primeros meses de la pandemia del COVID-19.

La recuperación adicional de la actividad económica y la contención de la evolución del crédito han favorecido que la brecha de crédito-PIB siga disminuyendo durante la primera mitad de 2022. Con este descenso continúan corrigiéndose las distorsiones que el inicio de la pandemia de COVID-19 causó en este indicador a raíz de la abrupta caída del PIB en 2020 (véase gráfico 3.2.1). En cualquier caso, la brecha de crédito-PIB todavía se sitúa por encima del umbral de referencia de 2 puntos porcentuales (pp), a partir del cual se considera que pueden existir desequilibrios en el ciclo crediticio³. El crecimiento del PIB también ha favorecido la senda alcista de la brecha de producción, que, no obstante, aún continúa en valores negativos y comienza a mostrar cierta ralentización en su ritmo de recuperación.

Un nivel de inflación elevado y persistente tiene un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB, que sería más marcado en un escenario de riesgo⁴. Las estimaciones de un modelo de crecimiento en riesgo (*growth-at-risk*) para los países de la UE muestran que cada punto porcentual de aumento de la tasa interanual de inflación actual tendría un impacto negativo de hasta 0,9 pp en la tasa de crecimiento real que podría presentarse bajo un escenario adverso en el corto plazo (asociado a la materialización del conjunto de riesgos macrofinancieros identificados en este Informe), aunque este efecto se disiparía en horizontes más largos (véase gráfico

2 Véase C. Brownlees y R. F. Engle (2017) «SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk», *The Review of Financial Studies*, Vol. 30(1), p. 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 Este umbral aplica bajo la especificación estadística seguida por el Banco de España para el cálculo de la brecha de crédito-PIB, que se ajusta a la duración media observada históricamente del ciclo crediticio en España. La brecha estándar de crédito-PIB de Basilea ha experimentado una evolución paralela, pero manteniéndose en niveles negativos y por debajo de su umbral de referencia. Como se ha discutido en los IEF publicados desde 2020, la reducción del PIB por una causa exógena como la pandemia altera la interpretación del exceso sobre el umbral, por lo que en este caso no es recomendable la activación de medidas.

4 Este escenario de riesgo se define por un nivel de crecimiento del PIB que se presentaría con una probabilidad del 5%, en el extremo inferior de la distribución de posibles niveles de crecimiento de esta variable observables en trimestres futuros.

Gráfico 3.2

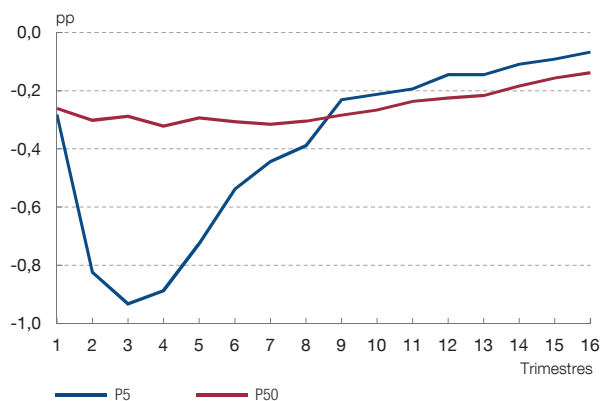
CONTINÚA LA CORRECCIÓN DE LA BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y LA BRECHA DE PRODUCCIÓN, PERO A MENOR RITMO EN ESTE ÚLTIMO CASO. ADEMÁS, EL AUMENTO DE LA INFLACIÓN CONLLEVA MAYORES RIESGOS PARA EL CRECIMIENTO

La brecha de crédito-PIB ha descendido por tercer trimestre consecutivo, aunque sigue por encima del umbral de referencia de 2 pp, en un entorno de gran incertidumbre económica. La brecha de producción ya ha corregido buena parte del deterioro producido al inicio de la pandemia, pero continúa en terreno negativo y ha ralentizado su recuperación. El aumento de la inflación elevaría también el riesgo de observar tasas de crecimiento muy bajas, incluso negativas, en un escenario adverso. No obstante, si la inflación adicional no se observara de forma extendida en el tiempo, los efectos negativos sobre los riesgos al crecimiento se concentrarían en el corto plazo.

1 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a)



2 IMPACTO DE UN AUMENTO DE LA INFLACIÓN EN EL CRECIMIENTO FUTURO DEL PIB (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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.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 2022. 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 negra punteada representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha crédito-PIB.
- b Las líneas representan el impacto estimado de un aumento en la tasa interanual de inflación de 1 pp en un trimestre dado sobre el percentil 5 (P5) y 50 (P50) de la distribución del crecimiento interanual del PIB en distintos trimestres futuros, condicional respecto a variables macrofinancieras, el posicionamiento de la política macroprudencial y la tasa de inflación. La muestra para la estimación de estos efectos consta de los 27 países de la UE más el Reino Unido con datos trimestrales de entre 1990 y 2022. Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase J. Galán (2020), «The benefits are at the tail: Uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk», *Journal of Financial Stability*, 100831.

3.2.2)⁵. Por otra parte, el efecto de la inflación en el crecimiento esperado del PIB con mayor probabilidad de ocurrencia sería también negativo, aunque de una magnitud mucho menor. Además, si se produjeran aumentos adicionales de la inflación en trimestres posteriores, los riesgos para el crecimiento se mantendrían elevados durante un período más dilatado.

Adicionalmente, el entorno de alta inflación y la subida de los tipos de interés pueden tener otras implicaciones negativas para la estabilidad financiera. De acuerdo con la discusión realizada en los capítulos anteriores, la reducción de

5 Se estima un modelo basado en regresiones cuantílicas para la distribución del crecimiento del PIB condicional frente a variables macrofinancieras, el posicionamiento de la política macroprudencial y la tasa de inflación. La muestra consta de los 27 países de la UE más el Reino Unido con datos trimestrales de entre 1990 y 2022. Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase J. Galán (2020), «The benefits are at the tail: Uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk», *Journal of Financial Stability*, 100831.

ingresos reales debida al aumento de la inflación y el mayor coste de la deuda deterioran la capacidad de pago de hogares y empresas. Esto hace más probable que el sector bancario tenga que dotar provisiones adicionales para cubrir las mayores pérdidas potenciales, lo que redundaría en una reducción de su rentabilidad. Este efecto se compensaría al menos en parte por el incremento del margen de interés bancario asociado a los mayores tipos de interés, particularmente en el corto plazo. Por otra parte, este contexto podría aumentar, además, las primas de riesgo soberano, en particular para países con niveles de endeudamiento más elevados. Esto, a su vez, disminuiría el valor de las tenencias bancarias de bonos soberanos, y elevaría adicionalmente los costes de financiación del sector privado, para los que la rentabilidad de la deuda pública suele representar un suelo. Todo ello redundaría en un aumento de los riesgos vinculados al nexo bancario-soberano, frente a los que también existen algunos factores mitigantes, como los plazos más elevados y la mayor estabilidad y diversificación de la base de tenedores de deuda pública española en relación con períodos pasados.

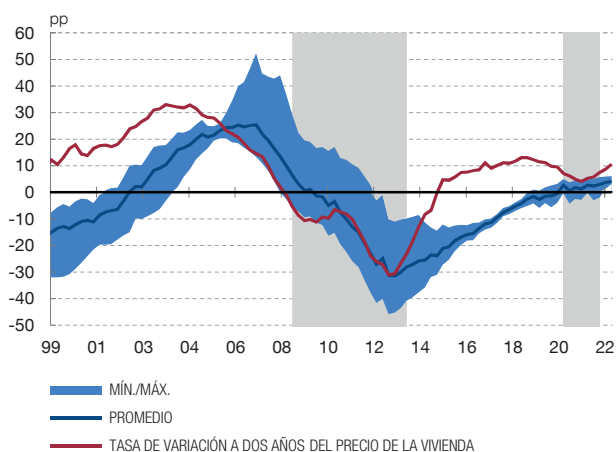
Los indicadores de desequilibrios del mercado inmobiliario continúan mostrando señales moderadas de sobrevaloración. Estas se obtienen a partir de una batería de indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda en términos reales. Dichos indicadores continúan en valores positivos desde 2020, aunque la próximos a sus niveles de equilibrio (véase gráfico 3.3.1). Estos desequilibrios se deben tanto al aumento de los precios de la vivienda como a la caída de la renta disponible producida tras el inicio de la pandemia del COVID-19, que todavía no se ha revertido plenamente (véase gráfico 3.3.2). Junto con los indicadores que habitualmente se analizan en el IEF, en esta ocasión se considera también la evolución de la tasa bienal de crecimiento de los precios de la vivienda. Se ha encontrado que esta tasa constituye un indicador adelantado robusto de acumulación de riesgos en el mercado inmobiliario; de este modo, permite complementar la evidencia del resto de los indicadores considerados, lo que resulta particularmente importante en el entorno actual de elevada incertidumbre. En la actualidad, muestra una tendencia ascendente, pero con valores próximos a un nivel de equilibrio.

El endurecimiento de las condiciones financieras tras las subidas de tipos realizadas por el BCE y el aumento de las primas de riesgo podría inducir una moderación del mercado inmobiliario y revertir los signos incipientes de desequilibrios. En el segundo trimestre del año, los precios de la vivienda estabilizaron su crecimiento interanual en niveles elevados, ligeramente por encima del 8 %, pero por debajo del 8,5 % observado en el trimestre previo (véase sección 1.2.2 para mayor detalle). La ralentización de las transacciones de compraventa de vivienda en julio y agosto con respecto a los crecimientos observados en el segundo trimestre podría indicar también un debilitamiento incipiente de la demanda en el sector residencial, que habrá que confirmar con la llegada de nueva información durante más meses y que podría moderar las presiones sobre los precios. Por tanto, será necesario continuar realizando una vigilancia estrecha de la evolución de este mercado.

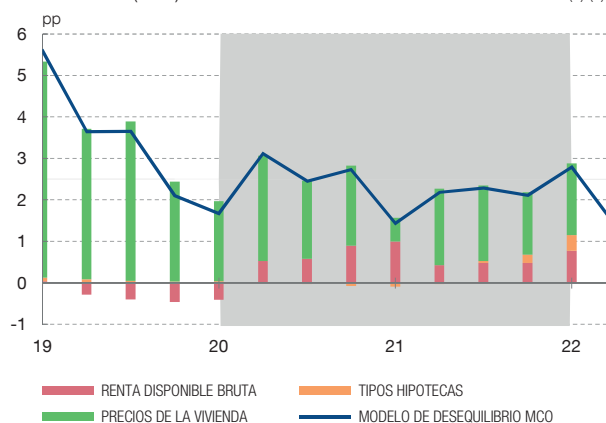
LOS INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DEL MERCADO INMOBILIARIO SIGUEN MOSTRANDO SEÑALES MODERADAS DE SOBREVALORACIÓN

Los indicadores de desequilibrio de precios en el mercado inmobiliario se han mantenido en valores positivos pero cercanos al nivel de equilibrio desde 2020. A pesar de que la evolución del precio de la vivienda es el determinante principal de los desequilibrios, la caída de la renta disponible en los últimos dos años también ha sido relevante. El endurecimiento de las condiciones financieras podría reducir estos desequilibrios, por lo que será necesario hacer un seguimiento de su evolución en los próximos trimestres.

1 INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a) (b)



2 VARIACIONES TRIMESTRALES DEL INDICADOR MÍNIMOS CUADRADOS ORDINARIOS (MCO) DE DESEQUILIBRIOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a) (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a 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 surgimiento del COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a junio de 2022.
- b 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 iv), 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. Tanto los indicadores i) a iv) como la tasa de variación a dos años del precio de la vivienda comparten un valor de equilibrio de 0.
- c Descomposición de los factores que contribuyen a las variaciones trimestrales del indicador iii) del panel izquierdo (véase la nota b). Todos ellos están expresados en términos reales.

No se aprecian señales de alarma en otros indicadores complementarios del CCA. En particular, no se han producido repuntes significativos en las señales de riesgo asociadas a las estimaciones alternativas sobre desequilibrios crediticios y a la balanza por cuenta corriente.

Los estándares de concesión de crédito en relación con el valor de los colaterales no se han deteriorado, pero algunos segmentos de hogares presentan un cierto grado de vulnerabilidad en la relación entre renta y deuda hipotecaria asumida. Las ratios que miden el apalancamiento de los nuevos acreditados, como el *loan-to-price* (LTP), se han mantenido estables en los niveles de los últimos años, sin que aumente tampoco la proporción del crédito en el rango superior de apalancamiento (véase gráfico 3.4.1). Sin embargo, tanto la ratio de precios de la vivienda sobre la renta⁶ como la de importe medio de nuevas hipotecas

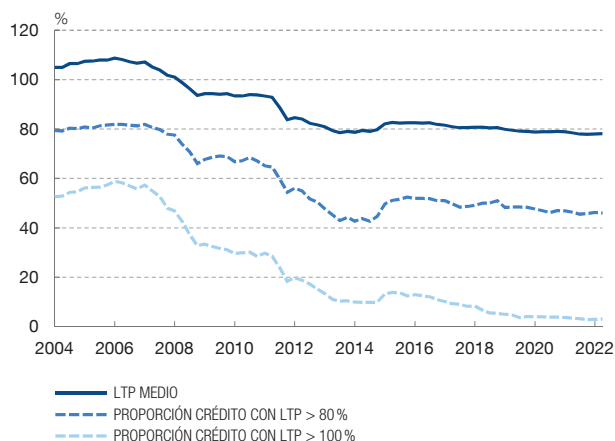
6 A partir de esta serie de datos, mediante aplicación de filtros estadísticos, se computa el indicador de desequilibrio (ii) integrado en el gráfico 3.3.1.

Gráfico 3.4

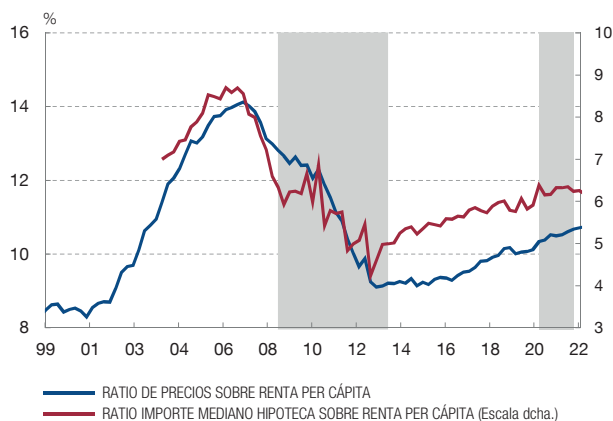
LOS ESTÁNDARES DE CRÉDITO HIPOTECARIO EN RELACIÓN CON EL VALOR DEL COLATERAL NO HAN EMPEORADO, PERO SE APRECIA ALGUNA VULNERABILIDAD EN LA DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO *LOAN-TO-INCOME* (LTI). POR OTRO LADO, SE HA OBSERVADO UNA CAÍDA EN LOS DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS EN ESTA CARTERA

Se observa estabilidad en los estándares crediticios hipotecarios en relación con el valor del colateral, como la ratio *loan-to-price* (LTP). Sin embargo, las ratios más directamente vinculadas a la renta de los acreditados, como la ratio LTI, presentan una tendencia ascendente. Además, los hogares en quintiles de rentas más bajos presentan ratios LTI más elevadas. Los diferenciales de tipos de interés han continuado reduciéndose hasta el inicio del cuarto trimestre de 2022, en particular para operaciones a tipo fijo. El endurecimiento general del entorno financiero podría revertir esta tendencia de los diferenciales en los próximos trimestres.

1 RATIO *LOAN-TO-PRICE* (a)



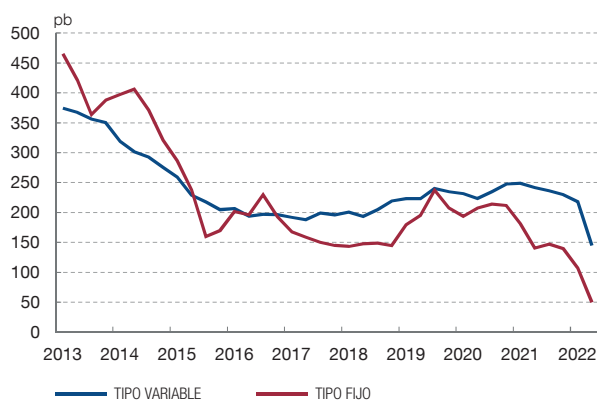
2 PRECIO DE LA VIVIENDA E IMPORTE DE LA HIPOTECA SOBRE RENTA PER CÁPITA (b)



3 RATIO *LOAN-TO-INCOME* POR QUINTILES DE RENTA (c)



4 DIFERENCIALES SOBRE TIPOS DE INTERÉS LIBRES DE RIESGO (d)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística, Agencia Tributaria y *Refinitiv*.

- a La ratio LTP es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el precio registrado del inmueble. Los valores medios de esta ratio están ponderados por el capital de cada hipoteca. El indicador se calcula para una muestra de hipotecas nuevas. Datos hasta el II TR 2022 (todavía no se dispone de todas las operaciones de este último trimestre).
- b Para el precio de la vivienda, se toma el precio por metro cuadrado del trimestre vigente. Todas las magnitudes están expresadas en términos reales. La renta per cápita es la disponible. Las áreas sombreadas se corresponden con períodos de crisis.
- c Se representa la LTI en origen de las operaciones hipotecarias vigentes en agosto de 2022 originadas desde el año 2000, por quintiles de renta. La ratio LTI se calcula como el cociente entre el importe del principal de la hipoteca en el origen y la renta bruta de los hogares por código postal disponible a partir de los datos de la Agencia Tributaria (que no incluyen ni el País Vasco ni Navarra), para cada año de originación. Para cada nivel de LTI (e.g., $LTI < 3$), se muestra su distribución entre quintiles de renta de los hogares.
- d Diferencial mediano del tipo de interés de cada hipoteca nueva sobre la curva *swap* IRS del euro. Cuando la hipoteca es a tipo variable, el *spread* se calcula sobre el tipo IRS a un año. Cuando es a tipo fijo, se selecciona el plazo equivalente al plazo de la hipoteca. Datos hasta el II TR 2022.

sobre la renta (LTI, por sus siglas en inglés), que informan de forma más cercana sobre la capacidad de pago de los acreditados, vienen aumentando de forma sostenida desde finales de la crisis financiera global (véase gráfico 3.4.2). Un deterioro adicional

de las rentas ante el potencial freno de la actividad podría tensionar estas ratios en mayor medida. Es relevante, además, la presencia de mayores ratios LTI en quintiles de renta inferiores, que pueden afrontar mayores dificultades de pago (véase gráfico 3.4.3). La información disponible sobre el comportamiento que históricamente han tenido estos préstamos con ratio de LTI elevada en España, así como la evidencia disponible en países de nuestro entorno, indica que estas operaciones presentan un mayor riesgo de impago, particularmente en entornos macroeconómicos adversos (véase recuadro 3.1).

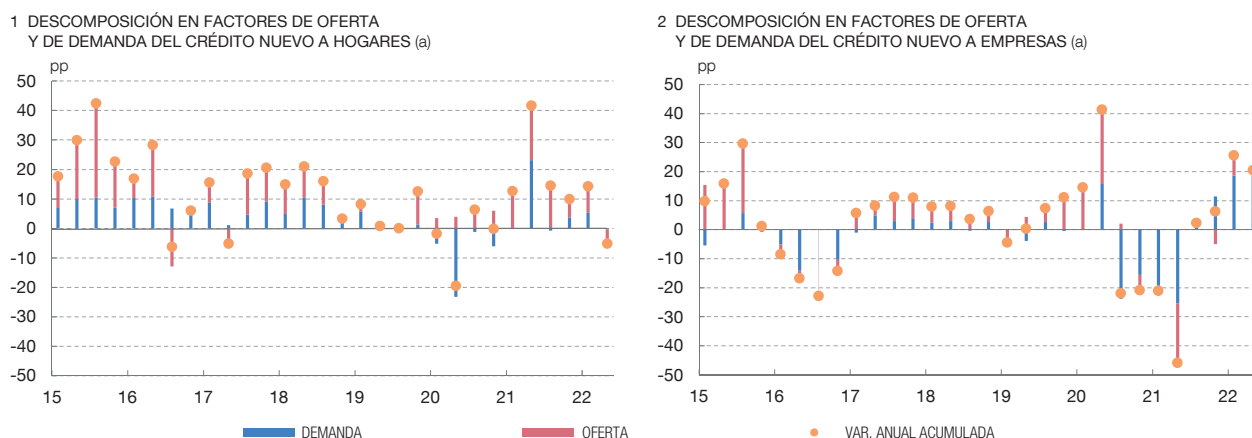
Los diferenciales de tipos de interés de las hipotecas respecto a los tipos de referencia han continuado reduciéndose en el período reciente. Los últimos datos disponibles apuntan a un repunte moderado de los tipos de interés de las nuevas hipotecas a tipo fijo, segmento que sigue aglutinando la mayor parte de la actividad en el mercado hipotecario. Esta subida, sin embargo, es inferior a la observada en los tipos de referencia, por lo que el diferencial de estos préstamos ha continuado disminuyendo durante el primer semestre de 2022, a un ritmo más acusado que en 2021 (véase gráfico 3.4.4 y recuadro 1.2 del capítulo 1). De hecho, según la información disponible, el nivel de dicho diferencial se encuentra en mínimos de los últimos años. En el caso de las hipotecas a tipo variable, también se ha producido una contracción del diferencial, aunque de menor magnitud.

En general, se ha producido un traslado limitado del aumento de los tipos de interés de referencia en el mercado a los tipos de interés observados en la nueva concesión hipotecaria. Esto es así a pesar del endurecimiento generalizado de las condiciones financieras en los mercados, el aumento de la inflación y el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, que otorgan mayor probabilidad a escenarios adversos en los que aumentaría la probabilidad de incumplimiento por parte de los prestatarios de estas hipotecas. Aunque las entidades pueden obtener mayores ingresos de estos clientes con la venta de otros productos asociados, una política de concesión adecuada requiere que los tipos de interés reflejen adecuadamente el coste que suponen esos fondos, y también los riesgos en que se incurre con ese préstamo. Así, el endurecimiento general del entorno financiero presionaría para revertir esta tendencia descendente de los diferenciales en los próximos trimestres.

En el segundo trimestre de 2022, el crédito nuevo a hogares se ha contraído, principalmente por factores de oferta. En el segundo trimestre de 2022 se ha producido la primera contracción del crédito nuevo a hogares tras la ocurrida durante el segundo trimestre de 2020. Las estimaciones de modelos econométricos muestran que, al contrario que en aquella ocasión, en este caso el retroceso se explica principalmente por factores de oferta (véase gráfico 3.5.1). Esto sería consecuencia de un endurecimiento incipiente de los criterios de concesión de crédito por parte de las entidades, tal y como se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios del

EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE OFERTA HA REDUCIDO EL CRÉDITO NUEVO A HOGARES EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2022, MIENTRAS QUE LOS FACTORES DE DEMANDA HAN IMPULSADO LOS NUEVOS PRÉSTAMOS A EMPRESAS

La reducción del crédito nuevo a hogares en el segundo trimestre de 2022 viene explicada principalmente por factores de oferta, en particular relacionados con el endurecimiento de los criterios de concesión aplicados sobre los préstamos para consumo. Por otra parte, el crédito nuevo a empresas ha continuado aumentando, impulsado por factores de demanda asociados, en buena medida, al diferencial de costes que supone captar financiación en los mercados frente a los préstamos bancarios, que, por el momento, solo reflejan parcialmente el aumento de tipos de interés de los mercados. Las empresas estarían cubriendo así sus necesidades de liquidez y también existirían motivos precautorios, ante el aumento de la incertidumbre.



FUENTE: Banco de España.

a Variación acumulada en doce meses. Descomposición de efectos de oferta y de demanda obtenida a través de la estimación de un modelo vectorial autorregresivo estructural (S-VAR) por el que se estiman las relaciones a corto plazo entre el crédito y los diferenciales de tipos de interés, que permite la existencia de *shocks* contemporáneos entre ambas variables. Los modelos se estiman por separado para crédito a hogares y a empresas. Se utilizan datos de nuevas operaciones de crédito en los Estados de la Unión Económica y Monetaria. Las nuevas operaciones de crédito excluyen renegociaciones, descubiertos y saldos de tarjeta de crédito. Para más detalles, véase P. Alves, F. Arrizabalaga, J. Delgado, J. Galán, E. Pérez Asenjo, C. Pérez Montes y C. Trucharte, «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», recuadro 1, Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2021, Banco de España.

segundo trimestre de 2022⁷. Este indicio de endurecimiento del acceso a la financiación de los hogares no se habría traducido todavía de forma significativa en un endurecimiento de las condiciones de precios de las hipotecas para las familias que han obtenido acceso a este tipo de préstamos (véase gráfico 3.4.4). De hecho, el descenso del crédito a hogares se concentra en el destinado al consumo.

En contraste con el segmento de hogares, los nuevos préstamos a empresas siguieron creciendo en la primera mitad del año, casi exclusivamente debido a factores de demanda. Los factores de oferta han mostrado un impacto menor sobre la variación del crédito a empresas acumulada hasta junio de 2022. De hecho, el crédito a este sector ha experimentado un crecimiento importante, explicado casi exclusivamente por factores de demanda (véase gráfico 3.5.2). Esta mayor demanda de crédito bancario podría deberse al diferencial de coste que este presenta con

7 Véase A. Menéndez y M. Mulino (2022), «Encuesta sobre préstamos bancarios en España: julio de 2022», Artículo Analítico, *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España. Las respuestas a la Encuesta de Préstamos Bancarios del tercer trimestre señalan un endurecimiento adicional generalizado de las condiciones de oferta de crédito. Véase A. Menéndez y M. Mulino (2022), «Encuesta sobre préstamos bancarios en España: octubre de 2022», Artículo Analítico, *Boletín Económico* 4/2022, Banco de España.

respecto a la financiación en mercados, al haberse transmitido solo parcialmente el alza de los tipos de interés. De esta forma, las entidades no financieras estarían cubriendo sus necesidades de liquidez y también acumulando recursos líquidos dada la incertidumbre existente. De hecho, los depósitos de las empresas en los bancos también se han mostrado más dinámicos en los últimos meses.

Dado este conjunto de indicadores macrofinancieros y la elevada incertidumbre del entorno macroeconómico actual, el Banco de España ha decidido mantener el porcentaje del CCA en el nivel mínimo del 0%. Por un lado, la persistencia de los efectos de la guerra en Ucrania, las tensiones geopolíticas y la incertidumbre asociada a la reducción drástica del suministro de gas ruso a Europa han aumentado la probabilidad de experimentar perturbaciones macroeconómicas adversas en los próximos meses. Por otro lado, las tensiones inflacionistas y las medidas monetarias necesarias para contener la inflación producirán, respectivamente, un deterioro de los ingresos reales de los prestatarios y un endurecimiento de las condiciones de financiación. Ante este entorno adverso, en el que la probabilidad de escenarios de muy bajo crecimiento e incluso recesión es mucho más elevada, se estima que el mantenimiento del CCA en el 0% es la respuesta macroprudencial adecuada. No obstante, el Banco de España vigila estrechamente la evolución de las vulnerabilidades identificadas en el mercado inmobiliario, y tomará las medidas oportunas en caso de que aumenten.

El mantenimiento del CCA en el 0% es coherente con el [Aviso 7/2022, de 22 de septiembre, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico \(JERS\), sobre vulnerabilidades en el sistema financiero de la UE.](#) La JERS indica en este aviso que han aumentado de forma notable los riesgos para la estabilidad financiera en la UE debido al deterioro de las perspectivas macroeconómicas, el mayor riesgo de una corrección brusca del precio de los activos, y las implicaciones de estos desarrollos para la calidad crediticia. Por ello, la JERS insta a estas autoridades a preservar o reforzar la capacidad de resistencia, para que el sector financiero pueda continuar respaldando la economía real. Esta valoración de la JERS es coherente con la evaluación realizada por el Banco de España del entorno macrofinanciero. Como también se advierte en el [Aviso de la JERS](#), y en un comunicado relacionado del Consejo de Gobierno del BCE⁸, es necesario que la respuesta nacional de la política macroprudencial se ajuste a las condiciones específicas, estructurales y cíclicas de cada país, y, en particular, a la intensidad de los desequilibrios detectados. En este contexto, el mantenimiento del CCA en el 0% se apoya en ese análisis específico de las condiciones en España⁹.

8 Véase el [Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre políticas macroprudenciales](#), de 2 de noviembre de 2022.

9 De acuerdo con un modelo vectorial autorregresivo estructural, un aumento de 0,5 pp del CCA provocaría una caída tanto en el crédito como en el PIB (-0,8 pp y -0,3 pp, respectivamente). Este coste está calculado en términos medios para todo un ciclo económico, pero el coste de la activación del CCA sería muy superior si se realizara en un período de recesión, dado que provocaría una reducción estimada del crédito de -1,7 pp y de -0,8 pp en el PIB. Un elemento adicional que hay que tener en cuenta es el período de implantación estándar del CCA desde su anuncio, que es de un año, lo que hace particularmente problemática la activación del CCA en un entorno en el que predominan los riesgos a la baja en el corto plazo.

Cuadro 3.1

MEDIDAS RECIENTES DE COLCHONES MACROPRUDENCIALES DE CAPITAL EN PAÍSES EUROPEOS (a)

País	Último CCA anunciado (%)	Fecha de aplicación CCA	Último CRS sectorial anunciado (%)	Fecha de aplicación CRS sectorial
Alemania			2,00 para exposiciones al sector inmobiliario residencial	1.2.2023
Bélgica			9,00 para exposiciones minoristas IRB	
Bulgaria	2,00	1.10.2023		
Dinamarca	2,50	31.3.2023		
Eslovaquia	1,50	1.8.2023		
Eslovenia			1,00 para exposiciones al sector inmobiliario residencial	1.1.2023
Hungría	0,50	1.7.2023		
Irlanda	0,50	15.6.2023		
Lituania	1,00	1.10.2023		
Noruega	2,50	31.3.2023		
Países Bajos	1,00	25.5.2023		
Reino Unido	2,00	5.7.2023		
República Checa	2,50	1.4.2023		
Suecia	2,00	22.6.2023		

FUENTE: Junta Europea de Riesgo Sistémico, Banco de Pagos Internacionales y autoridades nacionales.

a Se reportan en esta tabla anuncios sobre CCA y CRS posteriores a la fecha de publicación del IEF de primavera 2022 el 27 de abril de este año. Los aumentos de nivel del CCA son aplicables, como norma general, doce meses después de su anuncio. Dinamarca y Noruega adoptarán un CCA del 2 % el 31.12.2022, mientras que la República Checa anunció un CCA del 2 % con fecha de aplicación del 1.1.2023. El CRS es el colchón de riesgos sistémicos.

Pese a la elevada incertidumbre, en los últimos meses varios países europeos han aprobado aumentos de su CCA. La acumulación de desequilibrios sistémicos cíclicos ha continuado avanzando durante la primera mitad de 2022 en algunos países europeos, lo que ha llevado a sus autoridades a endurecer algunos requerimientos macroprudenciales. En algunos casos, teniendo en cuenta que las entidades bancarias cuentan con colchones voluntarios significativos y que se espera que sus resultados en 2022 sean mejores que en años previos, un objetivo adicional de estas medidas ha sido ganar espacio macroprudencial de forma que puedan afrontar en mejores condiciones las perturbaciones que se podrían generar en un entorno de materialización de pérdidas en 2023. En particular, desde la publicación del anterior IEF, diez autoridades nacionales en la UE / Espacio Económico Europeo (EEE) más el Reino Unido han comunicado decisiones de activación o recalibración al alza de su CCA (véase cuadro 3.1)¹⁰. Otras autoridades han optado por la activación de medidas orientadas a abordar vulnerabilidades únicamente en el sector inmobiliario, como el

¹⁰ Hay otros países europeos que anunciaron previamente su intención de aumentar el CCA o que ya lo habían activado con anterioridad: Alemania, Bulgaria, Croacia, Estonia, Francia, Islandia, Luxemburgo, Reino Unido y Rumanía. El [sitio web de la JERS](#) proporciona un listado completo de aquellos países con el CCA activado.

ENTIDADES ESPAÑOLAS DE IMPORTANCIA SISTÉMICA Y COLCHONES DE CAPITAL ASOCIADOS

Código LEI	Entidad	Designación (a)	Colchón de capital exigido en 2022 (%)	Colchón de capital que se exigirá en 2023 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	ISM y OEIS	1,00	1,00
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	0,75	0,75
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,375	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.

colchón contra riesgos sistémicos sectoriales en el caso de Alemania y Eslovenia, o límites en las condiciones de concesión de préstamos.

En julio de 2022, el Banco de España anunció¹¹ la designación de Otras entidades de importancia sistémica (OEIS), junto con sus colchones macroprudenciales de capital exigibles en 2023 (véase cuadro 3.2). Estas entidades deben estar sujetas a requerimientos adicionales de capital para reforzar su solvencia y mitigar los efectos sistémicos adversos que eventualmente pudieran ocasionar al sistema financiero. La relación de cuatro entidades designadas como OEIS —esto es, con importancia sistémica nacional— no ha variado desde el ejercicio realizado el año anterior. Los colchones exigibles en 2023 se mantienen inalterados para tres de las cuatro entidades identificadas como OEIS. Una entidad, CaixaBank, SA, ha visto incrementado su colchón hasta el 0,5 % como consecuencia de su fusión por absorción con Bankia, SA, en marzo de 2021. Este cambio en la calibración del colchón, efectivo a partir del 1 de enero de 2023, fue anticipado en el anuncio que realizó el Banco de España el año pasado¹².

3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

En la UE, el proceso legislativo de revisión de la normativa bancaria sigue su curso para incorporar los últimos acuerdos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS). Tras la publicación por parte de la Comisión Europea de la propuesta de modificación del CRR y CRD (enmiendas de CRR III y CRD VI) en octubre de 2021, el BCE, como ya hizo en marzo con el Reglamento (CRR), emitió en

11 Véase «El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2023», nota de prensa de 22 de julio de 2022.

12 Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 29 de julio de 2021.

abril un dictamen¹³ consultivo sobre el borrador legislativo de enmiendas de la directiva (CRD), en el que valora positivamente, entre otras, las propuestas de la Comisión de introducir un nivel mínimo (*output floor*) de recursos propios exigibles o de reforzar los requisitos relativos a los riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza para las entidades de crédito. Respecto al *output floor*, cuyo objetivo es mejorar la comparabilidad de las ponderaciones por riesgo de los bancos y, de esta forma, incrementar la credibilidad de las estimaciones de los bancos, la propuesta de la Comisión plantea, con el objetivo de evitar una duplicación de requerimientos, unos mecanismos para regular la interacción entre el nivel mínimo de recursos exigibles (Pilar 1) y el establecimiento de los requisitos del Pilar 2 de supervisión y los colchones macroprudenciales. Respecto a estos últimos, el dictamen del BCE considera que difieren del objetivo del *output floor* de reducir los riesgos de variabilidad excesiva o falta de comparabilidad de las ponderaciones por riesgo derivadas del uso de modelos internos por las entidades, lo que excluiría la posibilidad de interacción con el mismo. Este desarrollo, junto con otros destacados, se recoge en el Esquema 3.1.

En relación con la revisión prevista del marco macroprudencial de la UE para el sector bancario, la Comisión Europea ha publicado una valoración de las respuestas obtenidas en una reciente consulta pública¹⁴ orientada a informar una eventual propuesta legislativa. La mayor parte del aproximadamente medio centenar de contribuciones recibidas por la Comisión Europea hasta marzo, de autoridades —reguladores, bancos centrales y ministerios—, empresas y organismos no gubernamentales, se han centrado en la usabilidad de los colchones, la consistencia entre países en el uso de herramientas macroprudenciales, y las propuestas de revisión de los instrumentos ya disponibles¹⁵. Estos comentarios —junto con los informes consultivos del BCE, la EBA y la JERS— servirán de base para la futura propuesta legislativa de la Comisión Europea de enmiendas al Reglamento y la Directiva de Requerimientos de Capital (CRR y CRD).

El BCBS ha completado la revisión del marco de evaluación de entidades bancarias de importancia sistémica mundial (G-SIB) para tener en cuenta las implicaciones de la unión bancaria¹⁶. Con el fin de reflejar adecuadamente el nivel de integración alcanzado en la unión bancaria —como jurisdicción supranacional

13 Véase «ECB Opinion on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, environmental, social and governance risk» (CON/2022/16).

14 Véase información adicional divulgada por la Comisión Europea en «Targeted consultation on improving the EU's macroprudential framework for the banking sector».

15 El Banco de España, como institución miembro del Eurosistema y del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), estuvo involucrado en las discusiones preparatorias de los escritos de respuesta enviados por el BCE, la EBA y la JERS a la consulta pública de la Comisión Europea.

16 Véase «Basel Committee finalises principles on climate-related financial risks, progresses work on specifying cryptoassets' prudential treatment and agrees on way forward for the G-SIB assessment methodology review», del 31 de mayo de 2022.



dotada de mecanismos únicos de supervisión y de resolución—, la metodología revisada contempla una medición paralela de la importancia sistémica de una entidad mediante la reducción de las exposiciones transfronterizas dentro de la unión bancaria en un 66 %. Este ajuste —denominado ASTRA (*Adjustment for SStructural Regional Arrangements*)— supone el reconocimiento de que el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución están plenamente operativos, y de que sigue pendiente el establecimiento del que sería el tercer pilar de la unión bancaria: el fondo común de garantía de depósitos europeo (EDIS). La nueva medición adicional de importancia sistémica puede llegar a deparar la reclasificación de una entidad a un tramo inferior (pero en ningún caso su exclusión de la lista) y no afecta al cálculo de las puntuaciones de entidades europeas fuera de la unión bancaria. El anuncio del BCBS fue complementado por el BCE con la publicación el 27 de junio de un comunicado¹⁷ que desarrolla la aplicación de ASTRA.

17 Véase «Governing Council statement on the treatment of the European banking union in the assessment methodology for global systemically important banks», del 27 de junio de 2022.

En su segundo informe¹⁸ sobre el impacto de las reformas de Basilea, el BCBS ha analizado la usabilidad de los colchones y su ciclicidad. El informe, publicado en octubre, defiende que las reformas de Basilea III han sido muy importantes para que los bancos hayan podido continuar con su operativa en los últimos años, a pesar del impacto de distintas perturbaciones. El BCBS encuentra indicios de una relación positiva entre el tamaño de los colchones voluntarios (en exceso de los requerimientos regulatorios) mantenidos por los bancos y la concesión de préstamos. En reconocimiento de que las perturbaciones que pueden afectar al sector bancario son múltiples e impredecibles —como ocurrió con la pandemia del COVID-19—, el BCBS apoya que las autoridades opten de manera precautoria por establecer un porcentaje del CCA positivo también en aquellas fases (neutrales) del ciclo crediticio en las que todavía no hay evidencia de acumulación de desequilibrios sistémicos¹⁹.

En junio, el BCBS publicó también una lista de principios²⁰ para la gestión y la supervisión efectivas de los riesgos financieros asociados al cambio climático. El objetivo es promover un enfoque basado en principios para mejorar tanto la gestión de los riesgos por parte de los bancos como las prácticas supervisoras relacionadas con los riesgos financieros derivados del cambio climático. El BCBS pretende ofrecer un marco para bancos y supervisores que permita la flexibilidad necesaria y que tenga en cuenta la heterogeneidad y la evolución de las prácticas en este ámbito. En paralelo, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) ha publicado su primer informe anual²¹ sobre los avances realizados por los organismos internacionales para hacer frente a los riesgos financieros derivados del cambio climático.

El BCE y la JERS han publicado un informe conjunto²² sobre el impacto de las posibles perturbaciones futuras derivadas de los riesgos climáticos en el sistema financiero europeo. El informe constata que los riesgos climáticos pueden propagarse rápidamente y dañar tanto a las empresas como a los bancos, y realiza algunas sugerencias para una potencial respuesta de política macroprudencial; el debate sobre esta última cuestión está todavía en una fase inicial. Por otra parte, la EBA ha sometido a consulta un documento de discusión²³ en el que se analiza el papel de los riesgos medioambientales en el marco prudencial. El documento aborda, entre otros aspectos, la posible incorporación de los riesgos ambientales en el Pilar 1 del marco prudencial para las entidades bancarias y las empresas de servicios de inversión —cuestión no exenta de controversia por su enorme complejidad, ya que supone aunar un enfoque histórico en horizontes cortos con otro prospectivo en horizontes mucho más largos (para riesgos climáticos)—.

18 Véase «BCBS Report on buffer usability and cyclical in the Basel framework», del 5 de octubre de 2021.

19 Véase «BCBS Newsletter on positive cycle-neutral countercyclical capital buffer rates», del 5 de octubre de 2022.

20 «BCBS Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks», de junio de 2022.

21 Véase «FSB Roadmap for Addressing Climate-Related Financial Risks», de julio de 2022.

22 Véase «Report on the macroprudential challenge of climate change», de julio de 2022.

23 Véase «EBA launches discussion on the role of environmental risks in the prudential framework», nota de prensa de mayo de 2022.

Tomando como base dicho documento, la EBA elaborará un informe a propuesta de la Comisión Europea, en el marco de la actual revisión del CRR, en el que se evaluará el tratamiento prudencial de las exposiciones sujetas a impactos ambientales o sociales.

El BCBS ha publicado el segundo documento de consulta sobre el tratamiento prudencial de las exposiciones de los bancos a los criptoactivos. El pasado 30 de septiembre finalizó el plazo de la segunda consulta pública²⁴ sobre el tratamiento prudencial de los criptoactivos. Con la información recibida, el BCBS busca fijar unos estándares sobre esta materia antes de final de año. Por otra parte, debido a la evolución de los mercados de criptoactivos en los últimos meses, las autoridades supervisoras europeas (EBA, ESMA y EIOPA) han publicado en marzo de este año un comunicado²⁵ en el que advierten sobre los riesgos que suponen los criptoactivos para los consumidores de la UE.

Por su parte, el FSB ha sometido a consulta pública²⁶ una propuesta de marco para la regulación internacional de las actividades con criptoactivos. Esta consulta vino precedida por una declaración²⁷, emitida en julio, sobre la situación actual de los criptoactivos a escala mundial. El FSB destacó en aquel comunicado la volatilidad inherente a estos instrumentos, las vulnerabilidades estructurales y las crecientes interconexiones con el sistema financiero tradicional, así como la necesidad de asegurar su sujeción a una regulación y supervisión robustas. En octubre, el FSB planteó: i) un conjunto de recomendaciones orientadas a promover la coherencia de diversos enfoques regulatorios y supervisores de las actividades y los mercados de criptoactivos —y a fortalecer la coordinación y el intercambio de información entre autoridades—, y ii) una revisión de las recomendaciones de alto nivel para la regulación, supervisión y vigilancia de las denominadas *stablecoins*²⁸, a fin de abordar de manera más efectiva los riesgos para la estabilidad financiera asociados a ellas.

A escala europea, la Presidencia del Consejo y el Parlamento Europeo han alcanzado un acuerdo provisional sobre la propuesta de Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA)²⁹. Este reglamento, que engloba emisores

24 Véase «[Basel Committee publishes second consultation document on the prudential treatment of banks' cryptoasset exposures](#)», de junio de 2022.

25 Véase el comunicado de prensa «[Los reguladores financieros de la UE advierten a los consumidores sobre los riesgos de los criptoactivos](#)».

26 Véase el comunicado de prensa «[FSB proposes framework for the international regulation of crypto-asset activities](#)», del 11 de octubre de 2022.

27 Véase «[FSB issues statement on the international regulation and supervision of crypto-asset activities](#)», de julio de 2022.

28 Véase también el [capítulo especial](#) sobre criptoactivos del IEF de primavera de 2022.

29 Véase el comunicado de prensa «[Finanzas digitales: se alcanza un acuerdo con respecto al Reglamento europeo sobre los criptoactivos](#)», de junio de 2022.

de criptoactivos sin respaldo de otros activos y las *stablecoins*³⁰, así como los servicios de negociación, asesoría y conversión y los monederos electrónicos en los que estos se almacenan, favorecerá la protección del inversor y buscará asegurar la estabilidad financiera, facilitando también la innovación y fomentando el atractivo del sector de los criptoactivos. MiCA también contemplará normas contra cualquier tipo de abuso de mercado, en particular la manipulación de su funcionamiento y las operaciones con información privilegiada. Aunque algunos Estados miembros ya cuentan con una legislación nacional sobre criptoactivos, no existía un marco normativo específico para la UE; este es un paso significativo para su regulación armonizada a escala europea. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que la implementación de MiCA no será inmediata, y que una parte de la operativa con estos instrumentos (como DeFi³¹) no está contemplada, dada la rápida evolución de estas tecnologías.

En el marco de la revisión del Reglamento de Infraestructura de Mercados (EMIR) por parte de la Comisión Europea, la JERS ha remitido sus propuestas³².

En concreto, la JERS propone cambios en el marco de evaluación de las entidades de contrapartida central (ECC), en la frecuencia de revisión y en la valoración de los criterios cuantitativos y cualitativos que se deben tener en cuenta, lo que permite un mayor uso del juicio experto y una mayor flexibilidad en el marco. De esta forma, se reflejaría de una manera más adecuada la importancia sistémica que tienen determinadas ECC de terceros países (entre los que se incluye el Reino Unido) para la UE o para uno o varios de sus Estados miembros. Por otra parte, la JERS incluye algunas propuestas adicionales con el objetivo de fortalecer el marco de la UE para la compensación central. Estas medidas adicionales tendrían como objetivo principal mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.

La Comisión Europea ha proseguido con la revisión de la Directiva sobre crédito hipotecario (MCD). En su respuesta a la consulta sobre el marco macroprudencial, la JERS considera³³ que las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, tales como el LTI, deberían formar parte también de la MCD, además de incluirse en la CRD. Entre otros aspectos, la JERS destaca en su respuesta que incluir estas medidas permitiría a las autoridades aplicar las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios a todos los préstamos hipotecarios, independientemente del tipo de prestamista (incluyendo compañías de

30 Las *stablecoins* se caracterizan por contar con activos de respaldo y con mecanismos automáticos de estabilización de su valor. Véase C. Catalini y A. de Gortari (2021), «On the Economic Design of Stablecoins».

31 Decentralized Finance (DeFi) constituye una infraestructura financiera alternativa al sistema bancario, basada en la aplicación de contratos inteligentes en redes descentralizadas y, mayoritariamente, en el criptoactivo sin respaldo Ethereum. Tiene como objetivo replicar el funcionamiento de productos financieros, como contratos de deuda, derivados y gestión de activos, sin contar con el marco contractual formal de las finanzas tradicionales.

32 «Letter on ESRB view on the targeted EMIR review with respect to central clearing in the EU», de julio de 2022.

33 Véase «ESRB response to the European Commission consultation on the review of the mortgage credit directive», del 31 de marzo de 2022.

seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones), lo que eliminaría las posibilidades de arbitraje regulatorio. En la respuesta de la EBA³⁴ a la consulta, se sugiere, entre otros aspectos, incluir las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios entre la información proporcionada a los consumidores, con el objetivo de promover préstamos responsables, y contribuir así a la estabilidad financiera.

Por último, en el plano nacional, cabe destacar que el Banco de España sometió a consulta pública en octubre un proyecto de circular relativo a la Central de Información de Riesgos. El borrador normativo³⁵ tiene como objetivo principal adaptar la actual Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos, a diversos cambios introducidos por la Orden ETD/600/2022, de 29 de junio, que modifica las fechas de entrada en vigor para la reducción de las exenciones de declaración a la Central de Información de Riesgos (CIR). En consecuencia, a partir de 2023, las entidades declarantes deberán reportar a la CIR, de forma individualizada, todas las operaciones de los titulares cuyo riesgo acumulado en la entidad sea igual o superior a 3.000 euros. Esta reducción del umbral de declaración supondrá un aumento de la cobertura de información disponible en la CIR y permitirá al Banco de España y a las entidades llevar a cabo análisis más completos y exhaustivos de la calidad crediticia de los acreditados presentes y futuros.

34 Véase «EBA replies to European Commission's call for advice on the Mortgage Credit Directive review», del 24 de junio de 2022.

35 Véase «Proyecto de Circular del Banco de España, por la que se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos», del 3 de octubre de 2022.

EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y EN LOS RIESGOS DE IMPAGO ASUMIDOS

La política de concesión de crédito por parte de los bancos establece los términos y condiciones de los préstamos, tales como su importe, tipo de interés, plazo, presencia de garantías y niveles aceptables de ratios financieras. Estas últimas incluyen, en particular, el importe de la operación sobre los ingresos del prestatario (LTI —*loan-to-income*—, por sus siglas en inglés) o sobre el valor del colateral (LTV —*loan-to-value*—, por sus siglas en inglés).

La evidencia empírica disponible a escala internacional muestra que una política de concesión más laxa en períodos de bonanza tiene beneficios en términos de un mayor crecimiento de la actividad¹, pero que también puede conducir a la acumulación de vulnerabilidades, en concreto al deterioro de la calidad de crédito de los préstamos bancarios². Esto podría agravar las consecuencias negativas sobre la estabilidad financiera y la actividad real de los períodos de crisis. Es decir, los estándares de concesión influyen en el comportamiento cíclico del crédito, al afectar de forma directa a su oferta³, lo que motiva su seguimiento continuado y la disposición por parte de las autoridades macroprudenciales de herramientas que puedan limitar la presencia de estándares excesivamente laxos o excesivamente estrictos en distintos momentos del ciclo financiero⁴.

Los distintos segmentos de la cartera de préstamos poseen características de riesgo diferentes, así como un grado distinto de importancia sistémica, por lo que es aconsejable examinar las políticas de concesión con un nivel de granularidad adecuado. Esto motiva que el análisis se centre en este recuadro, para el caso de España, en los efectos de los estándares de concesión sobre la oferta de crédito hipotecario y sobre los riesgos en el medio plazo en términos de impago de estos préstamos. El elevado volumen de esta cartera crediticia

(en junio de 2022 la cartera de crédito destinado a vivienda sumaba 503.254 mm de euros, el 45,1 % del crédito bancario a hogares y empresas) y su influencia en las decisiones económicas de los hogares (en 2020, el 39,3 % de los hogares españoles tenían deudas colateralizadas por sus propiedades inmobiliarias) hacen especialmente necesario disponer de un análisis empírico de esta lo más completo posible para guiar la política macroprudencial.

Para ello, en primer lugar, se utiliza la información de las hipotecas existentes en España entre 2000 y 2015 proveniente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE). Esta información se agrega para obtener el saldo de crédito hipotecario y su crecimiento, en función del código postal, el banco y el mes. Por otra parte, se identifican las hipotecas nuevas concedidas en ese mismo período (2000-2015) y se asocia cada una de ellas con la renta neta del hogar medio en el código postal del prestatario (empleando información de la Agencia Tributaria), lo que permite calcular la ratio LTI de las nuevas hipotecas. Además, mediante la CIRBE, se obtienen la ratio LTV⁵, el margen del tipo de interés aplicado al inicio del préstamo y otras características (plazo, importe, etc.) Por último, se cruzan los datos de las hipotecas totales y las nuevas con datos bancarios de balance y cuenta de resultados declarados por las entidades al Banco de España, así como con información macroeconómica de la variación del PIB y del tipo de interés interbancario (*overnight*).

Con estos datos se estima un modelo para el crecimiento mensual del crédito hipotecario total, en función de efectos fijos por código postal y tiempo⁶, variables macroeconómicas, características del banco (variables contables o efectos fijos), y características de los

-
- 1 Véase P. O. Gourinchas y M. Obstfeld (2012), «*Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First*», *American Economic Association: Macroeconomics*, 4, pp. 226-265.
 - 2 Véase A. Mian y A. Sufi (2009), «*The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis*», *Quarterly Journal of Economics*, 124, pp. 1449-1496, para el mercado hipotecario de Estados Unidos.
 - 3 Véase G. dell'Ariccia y R. Marquez (2006), «*Lending booms and lending standards*», *The Journal of Finance*, 70, pp. 2511-2546.
 - 4 Circular 5/2021 del Banco de España, que desarrolla las herramientas macroprudenciales introducidas por el Real Decreto-ley 22/2018 y el Real Decreto 102/2019.
 - 5 La ratio LTV se calcula para una muestra de hipotecas obtenida de hipotecas que siguen vivas a diciembre de 2016, ya que es en esta fecha cuando se comienza a declarar en la CIRBE el valor de la garantía.
 - 6 Los efectos fijos se corresponden con el crecimiento medio en cada código postal y mes (habiendo agregado todos los bancos), y buscan captar la demanda local variante en el tiempo.

EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y EN LOS RIESGOS DE IMPAGO ASUMIDOS (cont.)

préstamos nuevos concedidos en cada código postal (LTI, LTV, margen de interés, etc.) en el mes previo⁷. Los impactos estimados de estas características informan así de las condiciones de oferta de cada banco⁸.

Los resultados de la estimación muestran que la oferta de crédito hipotecario aumenta con la relajación de los estándares de concesión de los bancos⁹. Así, por ejemplo, el incremento en una desviación típica en la ratio LTI (1,7 en escala de tanto por uno) aumenta el crédito concedido en un 4,3%; y, en el caso de la ratio LTV (0,39 en escala de tanto por uno), en un 7,5%. Por su parte, considerando de nuevo

variaciones de una desviación estándar, un incremento (6 años) en el plazo o un descenso (0,6 pp) en el margen de interés aumentarían la concesión de crédito en un 4,3% y un 3,2%, respectivamente. Los efectos de modificar varios de estos estándares al mismo tiempo se ven afectados por complementariedades e interacciones entre ellos. Por ejemplo, un aumento simultáneo en una desviación típica de las ratios LTI y LTV aumentaría la concesión de crédito en un 12,8% (por encima de la suma de efectos individuales). El incremento conjunto de la ratio LTI y del plazo (de nuevo en una desviación típica) elevaría el crédito en un 9% (frente a 8,6% estimado sin tener en cuenta interacciones).

Gráfico 1
IMPACTO DE CONDICIONES DE CONCESION EN LA TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO (a)

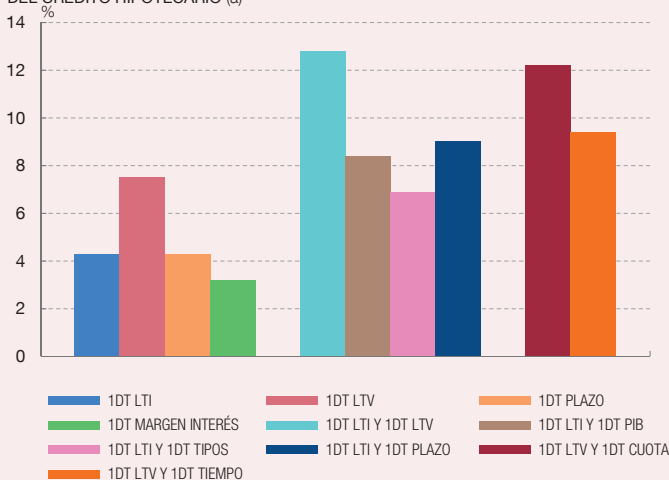
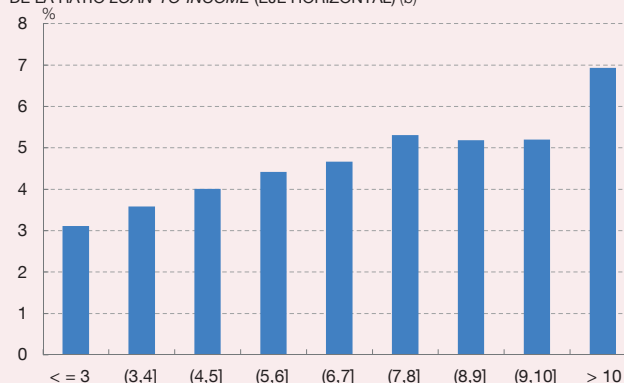


Gráfico 2
PROBABILIDAD DE FALLO EN EL PAGO DE LA HIPOTECA SEGÚN TRAMOS DE LA RATIO LOAN-TO-INCOME (EJE HORIZONTAL) (b)



FUENTE: Banco de España, Agencia Estatal de Administración Tributaria, Instituto Nacional de Estadística y European DataWarehouse.

- a El gráfico muestra el efecto de ciertas variables sobre la tasa de variación anualizada del crédito hipotecario empleando un modelo econométrico que controla por efectos fijos de código postal variantes en el tiempo para captar la demanda local. En concreto, el gráfico muestra el impacto directo de variar la LTI, la LTV, el plazo y el margen de interés en una desviación típica, y el impacto combinado de algunas de estas variaciones de condiciones con cambios de una desviación típica en otras variables: aumento para la LTV, cambio del PIB y plazo medio, y disminución para el cambio del tipo de interés, el margen, la cuota o el tiempo de presencia del banco en el código postal.
- b El gráfico muestra las probabilidades de entrada en mora o ejecución hipotecaria de una muestra de préstamos titulizados, calculadas a partir de un modelo de duración que considera características del préstamo en su origen, entre las que se encuentran la LTI y la LTV. En concreto, se muestran tasas de supervivencia condicionadas por tramos de LTI de los préstamos.

7 Los efectos fijos incluidos y el retardo temporal en la medición de características de préstamo buscan limitar los denominados problemas de endogeneidad. Esto es, la posibilidad de que su efecto estimado sobre el crecimiento hipotecario se deba, al menos en parte, a factores no observados que afecten tanto a las características de las hipotecas como al crecimiento de su stock.

8 Si el modelo sustituyese las características del banco por efectos fijos por banco y mes, estos captarían la variación de la oferta nacional de cada banco. La regresión de estos efectos fijos sobre las características de los bancos y las nuevas hipotecas en cada mes muestran que las entidades regulan su oferta global nacional mediante cambios en la ratio LTV, el plazo y el importe, de forma consistente con los resultados estimados para la oferta local.

9 Véase también el recuadro 1 de *El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019*, Documentos Ocasionales, n.º 2013, del Banco de España, donde se lleva a cabo un análisis «micro-» explotando la Encuesta Financiera de las Familias e información municipal de la ratio préstamo-precio de la vivienda, para observar como el acceso a la vivienda depende de la variación de dicha ratio.

EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y EN LOS RIESGOS DE IMPAGO ASUMIDOS (cont.)

Además, la política crediticia cobra mayor importancia en tiempos de bonanza, especialmente en relación con la ratio LTI. Así, el impacto de esta ratio LTI sobre el crecimiento de crédito es mayor en períodos expansivos. El aumento en una desviación típica del crecimiento del PIB (2,5 pp), o el descenso en la senda de crecimiento del tipo de interés (1,2 pp), llevarían a que el impacto de incrementos de una desviación típica de la ratio LTI sobre el crecimiento del crédito alcanzase el 8,4% y 6,9%, respectivamente (véase gráfico 1). Por otra parte, la relajación de los estándares de crédito produciría mayores efectos entre los bancos sujetos a mayores asimetrías de información, que identificamos como aquellos que tienen menor implantación en un área concreta. Por ejemplo, el efecto sobre la concesión de crédito de la ratio LTV es mayor entre los bancos con menor cuota de mercado o entre los que llevan menos tiempo trabajando en el área geográfica considerada. Así, una disminución adicional de una desviación típica en estas métricas (1,8 pp y 3,6 años, respectivamente) haría que el efecto de relajar la ratio LTV fuese más pronunciado, ya que llevaría al crédito a incrementarse en un 12,2% y 9,4%, respectivamente (véase gráfico 1).

A continuación, se estudia en un segundo ejercicio el efecto de unos criterios de concesión hipotecaria más laxos (por ejemplo, ratios LTI y LTV más altas) en los impagos futuros. Para ello, se utiliza la información de las entidades españolas de la *European Data Warehouse* (EDW), un repositorio de datos de hipotecas titulizadas. Si bien esta base de datos considera solo préstamos titulizados, dispone de información histórica de préstamos sobre la ratio LTI individual de los prestatarios no disponible en otras fuentes. En concreto, se dispone de información sobre más de 232.000 operaciones hipotecarias concedidas desde 1999 hasta 2007¹⁰, lo que permite medir la influencia que tuvieron los estándares crediticios de estas hipotecas durante la crisis financiera global.

A partir de la EDW, se modeliza la probabilidad de impagos de las hipotecas con un modelo de duración, que estima la probabilidad de supervivencia (inversa de la probabilidad de impago) en cada período de vida de los préstamos en función de sus características, como el banco prestamista, el año de concesión, la provincia en la que se localiza el inmueble, ciertos atributos del acreditado, como su

situación laboral, y algunos aspectos adicionales, entre los que se encuentran nuestras variables de interés: las ratios LTV y LTI en la fecha de origen de la operación. El horizonte de estimación de las probabilidades de supervivencia en todos estos ejercicios es de 25 años, lo que coincide con el plazo medio al que se conceden las hipotecas en la actualidad.

Los resultados muestran que los préstamos con peores estándares (LTI o LTV más altas) tienen, en general, niveles de supervivencia más bajos. Por ejemplo, manteniendo constantes el resto de las características del préstamo, aquellos con LTI elevadas —por encima de 6— en relación con los de LTI más bajas —inferiores a 3— tienen una probabilidad de impago entre 2 pp y 4 pp mayor (véase gráfico 2). En el caso de la ratio LTV, se observa un comportamiento cualitativamente similar (véase gráfico 3). Los resultados presentan algunas no linealidades, ya que los préstamos con una LTI muy alta (superior a 10) o con una LTV muy elevada (LTV por encima del 90%) muestran un riesgo particularmente acusado en relación con aquellos situados en los umbrales inmediatamente inferiores.

Por otro lado, de acuerdo con un análisis exploratorio adicional, las probabilidades de impago aumentarían significativamente en escenarios estresados de caída del PIB o de subidas de los tipos de interés, lo que reflejaría que las hipotecas con LTI o LTV más elevadas tienen una mayor sensibilidad a un deterioro en las condiciones económico-financieras.

Por tanto, una expansión del crédito propiciada por una relajación excesiva de los estándares crediticios (mayores LTI o LTV) generaría una mayor proporción de préstamos problemáticos. Según el modelo, *ceteris paribus*, un aumento de una desviación típica en el valor medio observado de la LTI (2,6 en escala de tanto por uno) o de la LTV (0,21 en escala de tanto por uno) aumentaría la probabilidad de impago en algo más de 0,5 pp. Este impacto sería mayor si se tuviera en cuenta que la población de acreditados no es uniforme. Así, los prestatarios con LTI o LTV altas suelen contar con ingresos menores y más inestables, aspectos que por sí mismos están asociados con una mayor morosidad, particularmente en períodos de estrés. Esta circunstancia explicaría que la supervivencia esperada varíe de forma significativa para

10 La muestra se corresponde con aquellas operaciones en las que se observa la renta de todos los acreditados de la hipoteca.

EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN DE LOS PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y EN LOS RIESGOS DE IMPAGO ASUMIDOS (cont.)

los acreditados según su nivel de LTI y LTV, incluso sin considerar escenarios de tensión en las variables macroeconómicas (véase gráfico 4). Dicho resultado apunta a los importantes efectos sobre la composición de la cartera de préstamos hipotecarios que puede tener la variación de los criterios de concesión.

En resumen, este análisis específico de los préstamos hipotecarios españoles confirma la hipótesis de la existencia de efectos contrapuestos ante la relajación de estándares de crédito. Así, dicha relajación puede impulsar el crecimiento del crédito, lo que se asocia al beneficio de una mayor actividad y un mayor acceso a la financiación para la compra de vivienda, pero también a una mayor toma de riesgos, lo que aumenta la vulnerabilidad de los hogares ante potenciales perturbaciones macroeconómicas. Ante estos resultados, es muy importante seguir desarrollando bases de datos y

metodologías que permitan profundizar en el conocimiento de estas relaciones entre las políticas de concesión de préstamo y los riesgos macrofinancieros.

Este análisis también corrobora el importante papel que podrían desempeñar las herramientas macroprudenciales aplicadas a estos estándares crediticios ante una eventual relajación excesiva de dichos estándares. A pesar de los costes a corto plazo en términos de crecimiento económico que tendría establecer limitaciones a una potencial relajación de los estándares, es significativo el impacto de niveles excesivamente altos de las LTI y LTV en la calidad de crédito futura, y puede ser desestabilizador del sistema financiero en su conjunto. En España, la mayor parte de los estándares de concesión de préstamos se han mantenido estables en los últimos años en unos niveles prudentes, lo que reduce las vulnerabilidades del sector ante un potencial deterioro de la situación macroeconómica.

Gráfico 3
PROBABILIDAD DE FALLO EN EL PAGO DE LA HIPOTECA SEGÚN TRAMOS DE LA RATIO LOAN-TO-VALUE (EJE HORIZONTAL) (a)

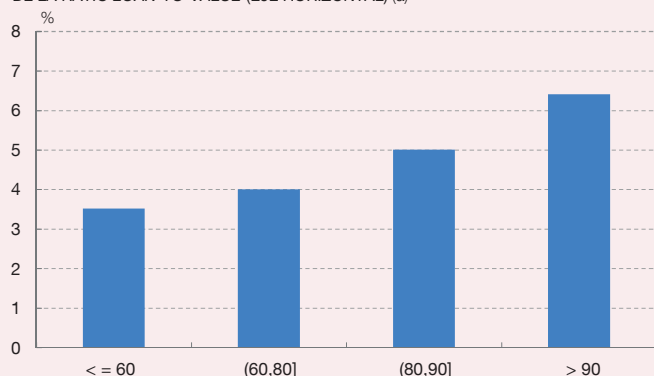
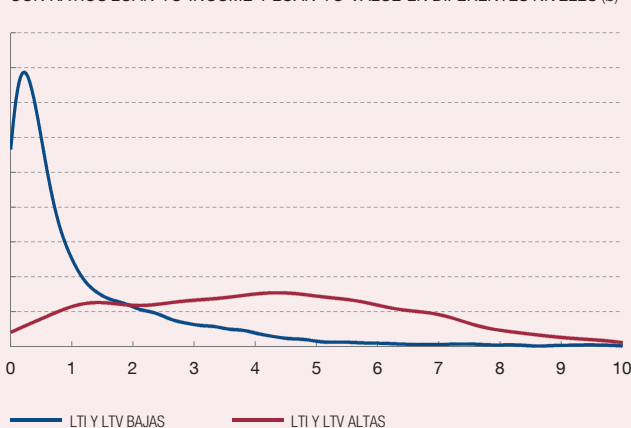


Gráfico 4
DISTRIBUCIÓN DE LA PROBABILIDAD DE FALLO DE LAS HIPOTECAS CON RATIOS LOAN-TO-INCOME Y LOAN-TO-VALUE EN DIFERENTES NIVELES (b)



FUENTES: Banco de España y European DataWarehouse.

- a El gráfico muestra las probabilidades (en %) de fallo, entrada en mora o ejecución hipotecaria, de una muestra de préstamos titulizados, calculadas a partir de un modelo de duración que considera características del préstamo en su origen, entre las que se encuentran la LTI y la LTV. En concreto, se señalan tasas de fallo condicionadas por tramos de la LTV de los préstamos.
- b Los gráficos muestran las funciones de densidad de las probabilidades (en %) de fallo, entrada en mora o ejecución hipotecaria, de operaciones con LTI y LTV por debajo de la mediana («LTI y LTV bajas») y LTI y LTV por encima de la mediana («LTI y LTV altas») de una muestra de hipotecas titulizadas. Las funciones de densidad se aproximan mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de ella, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Anejo 1

BALANCE CONSOLIDADO ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	jun-22	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-22 / jun-21	jun-21	jun-22
		%	%	%
Cajas y bancos centrales	578.531	22,5	12,2	13,8
Entidades de crédito	240.361	6,3	5,8	5,7
Crédito a las Administraciones Públicas	111.040	5,1	2,7	2,6
Crédito al sector privado	2.295.403	6,2	55,6	54,7
Valores de renta fija	542.995	5,0	13,3	12,9
Otros instrumentos de capital	32.847	-26,7	1,2	0,8
Participaciones	22.530	-11,7	0,7	0,5
Derivados	156.689	32,0	3,1	3,7
Activo material	60.018	1,9	1,5	1,4
Resto del activo	155.586	0,2	4,0	3,7
TOTAL ACTIVO	4.196.001	8,0	100,0	100,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.349.423	6,3	56,9	56,0
Financiación a las Administraciones Públicas	556.607	2,9	13,9	13,3
Activos dudosos totales	85.693	-5,9	2,3	2,0
Ratio de morosidad total	2,4	-31 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	jun-22	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	jun-22 / jun-21	jun-21	jun-22
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	402.179	4,7	9,9	9,6
Depósitos de entidades de crédito	245.535	13,6	5,6	5,9
Depósitos de las Administraciones Públicas	131.832	16,8	2,9	3,1
Depósitos del sector privado	2.397.441	7,8	57,2	57,1
Valores negociables y financiación subordinada	419.132	3,6	10,4	10,0
Derivados	150.923	32,8	2,9	3,6
Provisiones (incluye pensiones)	24.076	-13,9	0,7	0,6
Resto del pasivo	174.754	13,7	4,0	4,2
TOTAL PASIVO	3.945.871	8,5	93,6	94,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	289.689	-0,2	7,5	6,9
Fondos propios	291.410	3,6	7,2	6,9
Intereses minoritarios	11.435	-28,4	0,4	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-52.716	9,2	-1,2	-1,3
TOTAL PATRIMONIO NETO	250.130	0,4	6,4	6,0
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.196.001	8,0	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 2022.
b Diferencia calculada en puntos básicos.

Anejo 2

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA
ENTIDADES DE DEPÓSITO (a)**

	jun-22		jun-21	jun-22
	m€	% var. jun-22 / jun-21	% ATM	% ATM
Productos financieros	55.166	23,1	2,32	2,71
Costes financieros	18.884	55,2	0,63	0,93
Margen de intereses	36.281	11,2	1,69	1,78
Rendimiento de los instrumentos de capital	768	-3,1	0,04	0,04
Margen de intermediación	37.049	10,8	1,73	1,82
Resultados de entidades por el método de la participación	1.722	17,3	0,08	0,08
Comisiones netas	14.665	11,2	0,68	0,72
Resultado de operaciones financieras	2.553	-10,3	0,15	0,13
Otros resultados de explotación (neto)	-1.094	—	0,00	-0,05
Margen bruto	54.896	7,8	2,63	2,69
Gastos de explotación	25.805	-1,9	1,36	1,27
Margen de explotación	29.091	18,3	1,27	1,43
Pérdidas por deterioro	7.687	3,3	0,38	0,38
Otras dotaciones a provisiones (neto)	1.340	-58,9	0,17	0,07
Otros resultados (neto)	-2.421	—	0,21	-0,12
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	17.642	-2,2	0,93	0,87
Resultado neto	12.489	-9,3	0,71	0,61
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	11.706	-6,5	0,65	0,57

FUENTE: Banco de España.

a La cuenta de resultados consolidada incluye información pro-forma de los meses de actividad de una entidad significativa absorbida en 2021 a través de un proceso de fusión.

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: 3 de noviembre de 2022.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2022
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	JUR	Junta Única de Resolución
ABE	Autoridad Bancaria Europea	LGD	<i>Loss given default</i> (Pérdida en caso de impago)
APR	Activos ponderados por riesgo	LSI	<i>Less significant institutions</i> (Entidades menos significativas)
ATM	Activos totales medios	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LTV	Relación préstamo-valor
BCE	Banco Central Europeo	m	miles
BPI	Banco de Pagos Internacionales	MCO	Mínimos cuadrados ordinarios
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	MICA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
CBT	Central de balances trimestral	mm	miles de millones
CCA	Colchón de capital anticíclico	MMSR	<i>Money market statistical reporting</i> (Reglamento de Mercado de criptoactivos)
CCC	Colchón de conservación de capital	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	MREL	<i>Minimum required eligible liabilities</i>
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
CoCo	<i>Contingent Convertible bond</i> (bono convertible contingente)	NGEU	Next generation European Union
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CPMI	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados	OIS	<i>Overnight interest swap</i>
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>	p	Percentil
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>	PD	<i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)
CSCCA	Componente sectorial del colchón de capital anticíclico	pb	Puntos básicos
DI	Datos individuales	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
DLT	Distributed Ledger Technology	PIB	Producto interior bruto
EBA	<i>European Banking Authority</i>	PII	Posición de inversión internacional
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial	PMI	<i>Purchasing managers' index</i>
ECB	European Central Bank	pp	Puntos porcentuales
ECC	Entidades de contrapartida central	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
ED	Entidad de depósito	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EEE	Espacio económico europeo	RBD	Renta bruta disponible
EFC	Establecimiento financiero de crédito	RD	Real Decreto
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	RDL	Real Decreto-ley
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	S	Semestre
ESRB	European Systemic Risk Board	S1/S2/S3	<i>Stage 1 / Stage 2 / Stage 3</i>
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	S&P	Standard & Poor's
FL	<i>Fully loaded</i>	SA	Sociedad anónima
FLESB	<i>Forward-looking exercise on Spanish banks</i>	SARS-CoV-2	<i>Severe Acute Respiratory Syndrome</i> CoronaVirus 2
FMM	Fondos del mercado monetario	SNF	Sociedad no financiera
FOMC	Comité Federal del Mercado Abierto de Estados Unidos	SREP	<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i> (proceso de revisión y evaluación supervisora)
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
G-SIB*	Banco de importancia sistémica mundial (<i>global systemically important bank</i>)	TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
ICO	Instituto de Crédito Oficial	T/TR	Trimestre
IEF	Informe de estabilidad financiera	UE	Unión Europea
INE	Instituto Nacional de Estadística	UEM	Unión Económica y Monetaria
IPC	Índice de precios de consumo	VAB	Valor añadido bruto
IRS	Indicador de riesgo sistémico	VAR	Vector autorregresivo
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico		

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	HR	Croacia	NL	Holanda		
CY	Chipre	HU	Hungría	NO	Noruega		
CZ	República Checa	IE	Irlanda	PL	Polonia		
		IT	Italia	PT	Portugal		