

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño  
2024

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2024

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 34
- 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** 47
  - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 47
  - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 52
  - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 54

# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 74
  - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 74
  - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 88
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 97
  - 2.2.1 Sector financiero no bancario 97
  - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 101

# 3

## RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

### **3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas** 118

### **3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera** 128

- 3.2.1 Desarrollos de la regulación de solvencia a escala de la UE y en otras jurisdicciones 128
- 3.2.2 Otros desarrollos a escala de la UE 130
- 3.2.3 Otros desarrollos a escala global 132

### **Anejos**

#### **1 Balance consolidado** 149

#### **2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada** 150

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1 Semiconductores. Cuota de los principales exportadores mundiales 15
- 2 Evolución de los precios del gas natural y del petróleo, así como del comercio mundial 15
- 3 Evolución de la inflación 16
- 4 Expectativas de los tipos de interés en el área del euro a corto y largo plazo 16
- 5 Evolución de los VIX bursátil y crediticio 18
- 6 Primas de riesgo 18
- 7 Previsiones de crecimiento del PIB 20
- 8 Contribuciones al crecimiento del PIB (2023) 20
- 9 Endeudamiento del sector público en el área del euro 22
- 10 Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas 22
- 11 ROE y ratio CET1. Comparativa europea 26
- 12 Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio CET1 en distintos escenarios 26
- 13 Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda 28
- 14 Indicadores sintéticos y brechas de crédito-PIB y de producción 28
- 1.1 El crecimiento mundial muestra signos de estabilización en un contexto de desinflación global 35
- 1.2 El episodio de volatilidad de los mercados en agosto se reflejó en caídas elevadas aunque transitorias de las bolsas, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en un contexto de evolución mixta de las vulnerabilidades financieras 38
- 1.3 Descensos en la rentabilidad de la deuda soberana en la mayoría de países del área del euro y Estados Unidos y evolución heterogénea de las bolsas, en un contexto de primas bursátiles reducidas 40
- 1.4 Persisten altas valoraciones en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable, mientras que el valor de los cryptoactivos registra un nivel similar al de abril 42
- 1.5 El precio de la vivienda siguió acelerándose, en un contexto de demanda robusta y oferta rígida en el corto plazo 44
- 1.6 El crédito hipotecario nuevo ha crecido marcadamente en el segundo trimestre de 2024, al tiempo que se observan menores contracciones de los saldos hipotecarios y del crédito destinado a la construcción y promoción 46
- 1.7 La buena marcha de los excedentes empresariales y la atonía de la deuda siguen conteniendo los riesgos asociados a la carga financiera 48
- 1.8 La capacidad de ahorro ha mejorado, aunque sigue siendo negativa para los hogares de menor renta, mientras que el peso de la carga financiera sobre la renta ha aumentado ligeramente 51
- 1.9 Las finanzas públicas en España continúan siendo un elemento de vulnerabilidad 53
- 2.1 El saldo de crédito al sector privado en España ha presentado crecimientos positivos en los trimestres más recientes, alcanzando tanto a los préstamos a hogares como al sector empresarial no financiero, lo que ha contribuido a moderar significativamente su descenso interanual 75
- 2.2 El crédito nuevo al sector privado no financiero en España ha mostrado un comportamiento dinámico en los últimos trimestres, pero su volumen acumulado a doce meses presentaba un crecimiento interanual moderado hasta junio de 2024, todavía influido por la evolución contractiva en el segundo semestre de 2023 76
- 2.3 La calidad del crédito al sector privado residente en España ha mostrado un comportamiento estable en el primer semestre 78
- 2.4 Las modificaciones de las condiciones de los préstamos hasta junio aumentaron para los hogares y, de forma más moderada, para el segmento empresarial no financiero 79
- 2.5 En el primer semestre de 2024, ha continuado el aumento del peso de los activos financieros en el extranjero 81
- 2.6 En los últimos doce meses, destacan los descensos de los ratios de dudosos en Brasil y Turquía y su incremento en Estados Unidos 82
- 2.7 La orientación de la política monetaria ha incrementado el volumen de negociación interbancaria garantizada a todos los plazos, mientras los tipos de interés de este segmento se han aproximado al de la facilidad de depósito 84

- 2.8 En un contexto de moderación de los costes de financiación mayorista, el volumen de emisiones de las entidades españolas en los nueve primeros meses de 2024 supera el total emitido en 2023 85
- 2.9 El coste medio del pasivo de las entidades bancarias siguió creciendo hasta junio de 2024, mientras el coste de capital se ha moderado tanto en términos interanuales como desde el comienzo del año 86
- 2.10 En el primer semestre de 2024 prosiguió el alza en la remuneración media de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en España, al tiempo que crecía el saldo de los depósitos a plazo 87
- 2.11 En la primera mitad de 2024, el resultado consolidado creció un 22 % interanual impulsado por el aumento del margen de intereses, mientras que, geográficamente destacó la solidez del negocio en España y México 89
- 2.12 El margen de intereses siguió aumentando en términos interanuales hasta junio de 2024 gracias, sobre todo, al efecto precio, si bien este ha sido menos intenso que en 2023, ante el agotamiento de la traslación de los mayores tipos de interés 90
- 2.13 Aunque el importe de las pérdidas por deterioros financieros registró un aumento interanual en el primer semestre de 2024, se han mantenido relativamente estables en términos del margen de explotación 92
- 2.14 Los ciberriesgos constituyen una fuente potencialmente muy importante de costes operativos, como ilustra el crecimiento de ciberataques exitosos con impacto significativo sobre los bancos europeos 93
- 2.15 La rentabilidad de las entidades españolas se sitúa entre las más altas de los principales países europeos, pese a que su coste del riesgo ha sido más elevado en los últimos años 94
- 2.16 La ratio de CET1 y el colchón voluntario de capital del sistema bancario español se han mantenido estables desde junio de 2022, permaneciendo su nivel por debajo del de otros bancos europeos 96
- 2.17 El activo total del SFNB del área del euro ha crecido durante la primera mitad de 2024, superando su nivel previo a los descensos que experimentó en 2022 97
- 2.18 Las entradas de capital continuaron siendo importantes durante 2024 en los fondos de renta fija, sobre todo en España 98
- 2.19 La cuota de crédito de los EFC en el conjunto del sistema (EFC y ED) volvió a crecer moderadamente en 2024, aunque descendió ligeramente en el crédito al consumo, cartera en la que crece el crédito dudoso pero desciende el clasificado en vigilancia especial 100
- 2.20 El peso de las interconexiones directas entre el sector bancario y el resto de sectores financieros disminuyó en 2024 en España, mientras que se mantuvo estable en el conjunto del área del euro 102
- 2.21 El riesgo de contagio en el mercado interbancario doméstico por medio del canal de la calidad crediticia aparece contenido, en particular para las entidades con mayor relevancia sistémica 103
- 2.22 Se observa un incremento de la correlación de los rendimientos de los criptoactivos y de los mercados bursátiles 104
- 3.1 Los riesgos sistémicos cíclicos se sitúan en un nivel estándar. Destaca el aumento de la brecha de crédito-PIB y el mantenimiento de la brecha de producción en niveles positivos 119
- 3.2 Los mercados financieros han mostrado su resistencia ante el episodio de inestabilidad del verano y el indicador SRISK de las entidades bancarias se ha reducido 121
- 3.3 La reciente moderación de los tipos de interés y de la ratio de activos con cargas han reducido el riesgo de liquidez de la financiación bancaria 122
- 3.4 Los indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda se mantienen en valores ligeramente superiores al nivel de equilibrio, contenidos por el crecimiento de la renta per cápita 123
- 3.5 El crédito nuevo a empresas no financieras y hogares ha aumentado durante los dos primeros trimestres del 2024, impulsado principalmente por factores de oferta y, en menor medida, por factores de demanda 124
- 3.6 Los diferenciales con respecto a los tipos de referencia en los nuevos préstamos a empresas no financieras y nuevas hipotecas a hogares han aumentado 125
- 3.7 Aumenta ligeramente la ratio *loan-to-value* en el primer semestre de 2024, en contraste, con los descensos de las ratios *loan-to-income* y *loan service-to-income* 126
- 3.8 La práctica totalidad de los países de la Unión Europea/Espacio Económico Europeo ya cuentan con espacio macroprudencial liberable 127

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1 Principales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera 13
- 3.1 Desarrollos regulatorios destacados de relevancia para la estabilidad financiera 129

## ÍNDICE DE CUADROS

- A1 Balance consolidado. Entidades de depósito 149
- A2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito 150

## ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 Riesgos geopolíticos sobre los flujos comerciales internacionales 55
- 1.2 Los riesgos para la estabilidad financiera de una eventual corrección en los precios de las acciones de las empresas tecnológicas 62
  
- 2.1 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 105
  
- 3.1 El efecto de los estándares de concesión en la calidad del crédito a sociedades no financieras 135
- 3.2 El programa de evaluación del sistema financiero de España de 2024 por el Fondo Monetario Internacional 140
- 3.3 Reciprocidad de medidas macroprudenciales en la UE: el caso de los colchones contra riesgos sistémicos de Portugal e Italia 143



# PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA



## PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Desde la publicación del pasado *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), se ha observado una evolución desigual de las vulnerabilidades y de los riesgos identificados (véase esquema 1).

De forma destacada, los riesgos vinculados a una inflación elevada se han reducido significativamente y de manera generalizada por geografías. También ha disminuido el riesgo de un menor crecimiento a corto plazo en España. En este contexto macroeconómico más favorable, la escalada de las tensiones geopolíticas continúa siendo el principal riesgo para la estabilidad financiera, que se ve incrementado por la intensificación de los conflictos en el este de Europa y en Oriente Próximo. Además, las valoraciones elevadas de algunos activos financieros con riesgo y otros factores, como la concentración del valor de los mercados de renta variable en un número reducido de empresas tecnológicas, aumentan los riesgos de correcciones abruptas en los mercados financieros. En cualquier caso, cabe señalar que los distintos riesgos identificados interactúan entre sí y que la materialización de cualquiera de ellos puede agravar los otros.

Esquema 1

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



FUENTE: Banco de España.

- a** En este Informe se definen en **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 —y con una probabilidad de ocurrencia incierta— de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.
- b** Los riesgos y las vulnerabilidades que aparecen en este esquema se gradúan utilizando la siguiente escala: un bloque indica un nivel bajo (color amarillo), dos bloques un nivel medio (color naranja) y tres bloques un nivel alto (color rojo). Las flechas señalan la evolución de los niveles de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.
- c** En el número anterior del IEF el riesgo R3 aparecía referido al incremento de la aversión al riesgo de los agentes, siendo su elemento principal una posible corrección abrupta en los mercados financieros. Debido a la mayor importancia relativa de este elemento, se ha optado en este número por identificar al conjunto de este riesgo con el mismo.

En cuanto al análisis de vulnerabilidades, el endeudamiento público ha seguido reduciéndose, aunque continúa siendo muy superior al promedio europeo. En este contexto, avanzar en el calendario de implementación de las nuevas reglas fiscales europeas, disminuir el nivel de déficit estructural y asegurar el proceso de consolidación de las cuentas públicas en España requieren una adecuada ejecución del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) recientemente anunciado. Por su parte, los hogares y las empresas no financieras mantienen la buena evolución de sus rentas y continúan el proceso de reducción de sus ratios de endeudamiento para disminuir su grado de vulnerabilidad financiera.

La situación financiera del sector bancario español se mantiene favorable, con una rentabilidad elevada, apoyada en la buena evolución del margen de interés y, en menor medida, de las comisiones netas. No obstante, esto no se ha traducido en un refuerzo significativo de sus ratios de solvencia, y la ratio de CET1 ha permanecido comparativamente reducida en relación con otros sistemas bancarios europeos. A escala global, se mantiene la preocupación por el elevado apalancamiento y la acumulación de riesgos de liquidez en algunos intermediarios financieros no bancarios (IFNB).

A continuación se exponen con mayor detalle los principales riesgos<sup>1</sup> para la estabilidad del sistema financiero español:

## **R1. Riesgos geopolíticos**

La escalada regional del conflicto de Oriente Próximo y la intensificación de las acciones ofensivas en la guerra entre Rusia y Ucrania elevan los riesgos geopolíticos, lo que incrementa la probabilidad de una escalada y una extensión aún mayores de estos conflictos.

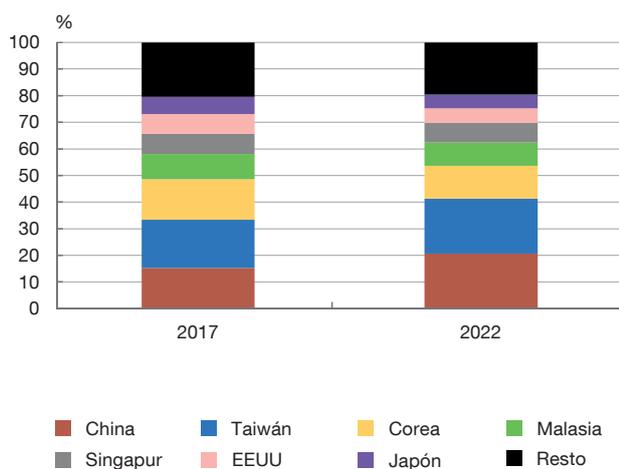
La valoración de otras fuentes de riesgos geopolíticos se mantiene relativamente estable desde primavera, pero en un nivel también elevado que hace necesario continuar con su monitorización. En concreto, son de especial relevancia las tensiones comerciales de China con Estados Unidos, así como con la Unión Europea, que afectan a distintos bienes, pero de forma particular a ciertos productos tecnológicos (véase gráfico 1). Estos son necesarios para sostener y avanzar la digitalización de las actividades económicas y también para la transición hacia una economía más sostenible, ambos desarrollos clave para el crecimiento económico a largo plazo.

De forma relacionada, las elecciones presidenciales de Estados Unidos implican incertidumbre sobre la orientación de las políticas de este país cuyos efectos tienen un alcance global. Previsiblemente, el desenlace de estas elecciones será el evento geopolítico más relevante de los próximos meses. En el ámbito europeo, los resultados de las elecciones de algunos

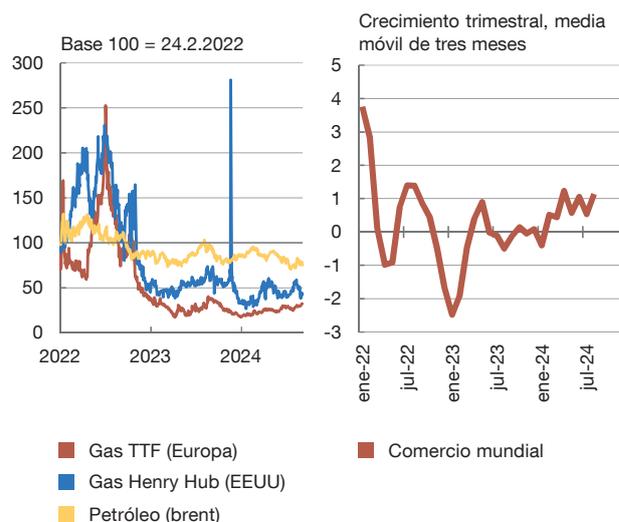
---

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

**Gráfico 1**  
Semiconductores. Cuota de los principales exportadores mundiales (a)



**Gráfico 2**  
Evolución de los precios del gas natural y del petróleo (b), así como del comercio mundial



**FUENTES:** Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales, Refinitiv Eikon y CPB.

- a** Los datos de China están ajustados y no contienen las reexportaciones realizadas por Hong Kong de productos procedentes de China continental, para evitar la doble contabilización de los flujos.  
**b** Los precios al contado de los tres mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.

países, como es el caso de Francia, también están suponiendo cierta incertidumbre sobre la orientación de las políticas económicas y generan algún tensionamiento en los mercados financieros de este continente.

Se sigue manteniendo la posibilidad de intensificación a escala global de ciberataques con motivación geopolítica.

Por el momento, el efecto de las tensiones geopolíticas sobre la actividad económica global permanece contenido. La diversificación de proveedores y la reorganización de procesos productivos han permitido mitigar el impacto de distintas perturbaciones de origen geopolítico (por ejemplo, sobre el suministro energético de Rusia o sobre el tráfico marítimo en el mar Rojo). Son notables la resiliencia de los flujos comerciales mundiales y la ausencia de problemas de suministros energéticos (véase gráfico 2), si bien los precios del petróleo han experimentado un aumento reciente de su volatilidad, vinculado al conflicto de Oriente Próximo.

Sin embargo, si se materializara un escenario de escalada global de tensiones geopolíticas, sería posible experimentar perturbaciones negativas de oferta de mayor intensidad y un deterioro generalizado de la confianza de los inversores, con consecuencias muy adversas sobre la actividad económica y financiera mundial y también sobre la inflación. Esta podría verse afectada en particular a través de interrupciones en las cadenas internacionales de suministro, sobre todo de energía y de otras materias primas.

Gráfico 3  
Evolución de la inflación (a)

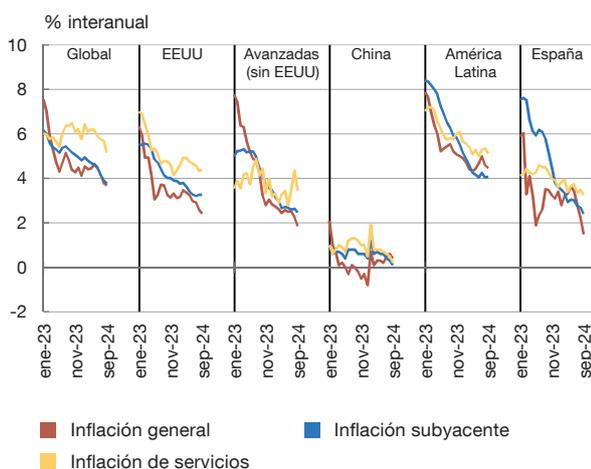
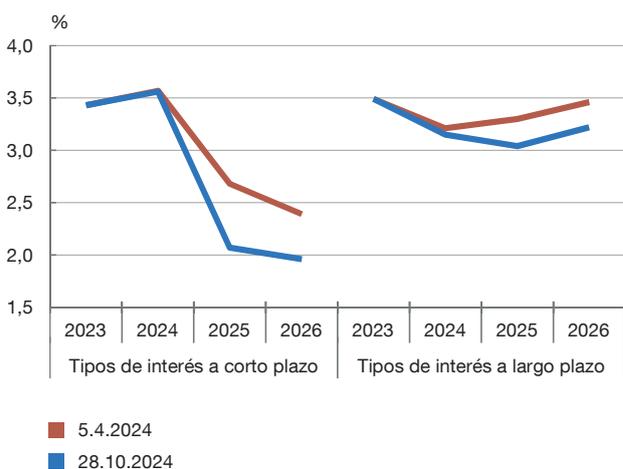


Gráfico 4  
Expectativas de los tipos de interés en el área del euro a corto y largo plazo (b) (c)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Refinitiv Datastream, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Canadá, Noruega, Suecia, Suiza, República Checa, Polonia, Hungría, Rusia, Turquía, Japón, China, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Filipinas, además del agregado «América Latina» (compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). Por otro lado, se excluyen República Checa, Rusia, India, Indonesia, Filipinas y Tailandia en servicios. El agregado «Avanzadas (sin EEUU)» contiene área del euro, Japón, Reino Unido, Suecia, Suiza, Noruega y Canadá.
- b Para el período de proyección, estos valores constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Dichos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- c La fecha 5.4.24 se corresponde con la de cierre del pasado IEF.

El mantenimiento de tensiones geopolíticas durante períodos extensos condiciona además distintas políticas públicas (por ejemplo, aumento del proteccionismo comercial, incremento del gasto militar y del tamaño de los ejércitos) y eleva la probabilidad de que se consolide una dinámica de bloques. Esta revertiría las ganancias de eficiencia de la globalización —por ejemplo, a través de un aumento generalizado de los aranceles— y podría disminuir la capacidad de absorción de perturbaciones futuras.

La valoración del resto de los riesgos en este resumen está condicionada por un nivel global estable de las tensiones geopolíticas; otras perturbaciones que pueden afectar a la estabilidad del sistema financiero español se evalúan de manera separada. El recuadro 1.1 analiza de forma más amplia los canales de riesgos comerciales para la UE y para España vinculados a las tensiones geopolíticas.

## R2. Riesgo de inflación más elevada y persistente

En los últimos meses, el proceso de corrección de la inflación ha continuado a escala global, aunque se ha visto limitado por la persistencia de las presiones inflacionistas en los servicios (véase gráfico 3). A pesar de este factor de resistencia, las expectativas de inflación a corto plazo han mostrado una corrección a la baja desde abril, sobre todo en Estados Unidos, y son coherentes con la prolongación futura del proceso desinflacionario.

En el área del euro, la inflación ha mantenido una tendencia descendente en los últimos meses y, de hecho, de forma transitoria se ha situado por debajo del objetivo de política monetaria, al reducirse hasta el 1,7 % interanual en septiembre de 2024. Este comportamiento se debe no solo a la disminución de la inflación de la energía y de los alimentos, sino también a la reducción de la inflación subyacente, lo que refleja, en buena medida, que el proceso de endurecimiento de la política monetaria ha conseguido mantener ancladas las expectativas de inflación de los agentes. En España, la inflación se situó también en el 1,7 % en septiembre<sup>2</sup>, y su evolución, en líneas generales, mostró un perfil y unos determinantes similares a los del conjunto del área del euro.

En cualquier caso, las proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) siguen apuntando a una evolución de la inflación hacia el objetivo del 2 % a medio plazo, tanto en el conjunto del área del euro como en España. En este entorno, el Consejo de Gobierno del BCE ha reducido en tres ocasiones, en junio, septiembre y octubre, en 25 puntos básicos (pb) los tipos de interés oficiales.

El Consejo de Gobierno del BCE ha continuado indicando que las posibles reducciones adicionales futuras de los tipos de interés de política monetaria estarán condicionadas por los datos que se vayan recibiendo. Desde la publicación del último IEF, las expectativas de mercado se han orientado hacia mayores reducciones de estos tipos y, de forma consistente, hacia menores tipos de interés a corto y largo plazo en el área del euro (véase gráfico 4).

Los mercados laborales del área del euro mantienen un comportamiento dinámico, aunque se observan señales de mayor holgura y cierta moderación del crecimiento de los salarios, si bien este sería suficiente para permitir a los trabajadores recuperar progresivamente la renta real perdida en años anteriores. Esta moderación podría ser un factor clave para contener las presiones inflacionistas en el sector servicios, aunque, por el momento, estas se mantienen como la principal preocupación en este ámbito.

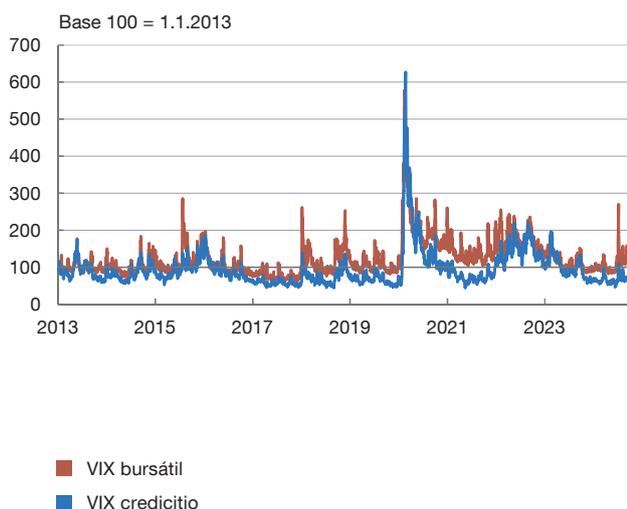
Es también todavía relevante la posibilidad de una mayor persistencia de la inflación en Estados Unidos con respecto a las expectativas, que podría ajustar al alza la senda de tipos de interés de su política monetaria, endureciendo las condiciones financieras globales.

En sentido contrario, una materialización de riesgos a la baja sobre el crecimiento, en un contexto en el que se observan algunos síntomas de debilidad en la demanda global, o un mayor impacto potencial de las políticas monetarias vigentes podrían conducir a una inflación más baja de lo proyectado. En particular, una mayor moderación del crecimiento en China puede contribuir, a través de distintos canales financieros y comerciales, a una menor inflación en otras economías, fundamentalmente por sus efectos sobre la demanda global de materias primas.

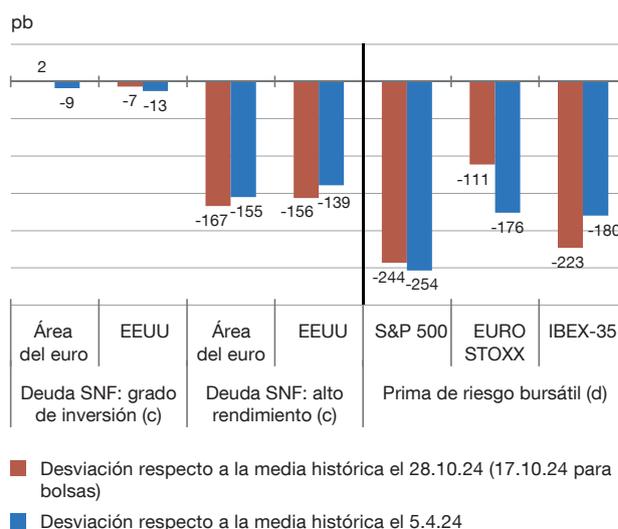
---

<sup>2</sup> Para comparar adecuadamente la evolución de la inflación tanto en el área del euro como en España, se utiliza el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). En España, la inflación medida por el Índice de Precios de Consumo (IPC) se situó en el 1,5 % en septiembre.

**Gráfico 5**  
Evolución de los VIX bursátil y crediticio (a)



**Gráfico 6**  
Primas de riesgo (b)



**FUENTES:** Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y Banco de España.

- a El VIX bursátil y el VIX crediticio miden, respectivamente, la volatilidad a un mes del índice bursátil S&P 500 y del mercado de crédito norteamericano de alto rendimiento a través del índice CDX HY a cinco años.
- b La fecha 5.4.24 se corresponde con la de cierre del pasado IEF.
- c Diferenciales respecto a la curva *swap* de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. La media histórica, referida al período 1998-2024, es de 78 pb en la UEM y de 131 pb en EEUU para los bonos de grado de Inversión. Para los bonos de alto rendimiento es de 448 pb en la UEM y de 441 pb en EEUU.
- d La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas (véase Russell J. Fuller y Chi-Cheng Hsia. (1984). "A Simplified Common Stock Valuation Model". *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56). La media histórica, referida al período 2006-2024, es de 500 pb para el S&P 500, de 653 pb para el EURO STOXX y de 774 pb para el IBEX-35.

### R3. Riesgo de una corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros

Las métricas de incertidumbre en los mercados financieros se mantienen en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 5) a pesar del entorno de elevadas tensiones geopolíticas y la persistencia de algunos riesgos sobre la evolución de la inflación y el crecimiento.

Asimismo, las primas de riesgo de distintos activos financieros se sitúan en niveles históricamente bajos. De forma destacada, esto se observa en los mercados de renta variable de Estados Unidos, pero también en otras categorías de activos, como la renta fija corporativa de alto rendimiento, de origen tanto europeo como estadounidense (véase gráfico 6).

La persistencia de valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo en la actual coyuntura de incertidumbre puede hacer frágiles las percepciones de los inversores. Incluso en ausencia de materialización de grandes perturbaciones asociadas a los riesgos geopolíticos, variaciones limitadas de las condiciones macrofinancieras pueden volver más pesimistas a los inversores y propiciar correcciones abruptas de los precios en los mercados financieros. El episodio de turbulencias experimentado al inicio de agosto (caída brusca del valor del mercado de renta variable de Japón y, en menor medida, de otras geografías) ilustra esta fragilidad.

A la hora de valorar los riesgos en los mercados financieros, es necesario considerar también la elevada concentración del valor del mercado de renta variable en el sector tecnológico, en particular en un número reducido de empresas de Estados Unidos (véase recuadro 1.2). De esta manera, perturbaciones en las expectativas sobre el valor de nuevas tecnologías (por ejemplo, la inteligencia artificial) o sobre la capacidad de distintas empresas de retener las ganancias de eficiencia generadas por estas pueden propiciar oscilaciones significativas en la capitalización de los índices bursátiles.

Aunque la concentración tecnológica y otros factores de riesgo sobre los mercados financieros aparecen ligados específicamente a Estados Unidos, la posición central de su sistema financiero en los mercados mundiales y el elevado grado de interconexiones entre ellos hacen que estos factores tengan relevancia global.

En un escenario de correcciones de valoración, como ya se ha señalado en ediciones anteriores del IEF, existe un riesgo específico de ampliación de estas por el comportamiento procíclico de distintos IFNB. En algunos segmentos de este sector (por ejemplo, *hedge funds*, *family offices*) se continúa detectando un apalancamiento elevado y señales de acumulación de riesgos de liquidez, lo que hace que su comportamiento sea más sensible a distintas perturbaciones.

Este escenario de materialización de riesgos en los mercados financieros también afectaría negativamente a las entidades bancarias, al endurecer sus condiciones de financiación mayorista.

#### **R4. Riesgo a la baja sobre el crecimiento económico**

El tono de la actividad económica mundial sigue siendo, en términos generales, positivo y algo más dinámico de lo anticipado en el anterior IEF (véase gráfico 7), aunque también persisten algunos síntomas de debilidad. En el área del euro, la actividad económica mantuvo un tono débil en la primera mitad de 2024 y se espera una recuperación lenta y gradual, algo inferior a la prevista la primavera pasada, con un crecimiento que se mantendría, en cualquier caso, en tasas reducidas a medio plazo.

Los indicadores de corto plazo apuntan a un menor vigor en el tercer trimestre en distintas geografías, y los datos recientes sugieren una desaceleración global de la actividad manufacturera y resistencia de los servicios.

La economía española mantuvo un elevado grado de dinamismo en el primer semestre del año, y su crecimiento estuvo claramente por encima del observado en el conjunto del área del euro. Además, se revisaron al alza las estimaciones de los años inmediatamente posteriores a la pandemia, anticipando significativamente la recuperación de los niveles de PIB previos a esta. El crecimiento del PIB español en los últimos trimestres se ha sustentado en la demanda exterior neta, tanto por el vigor mostrado por las exportaciones (especialmente

Gráfico 7  
Previsiones de crecimiento del PIB (a)

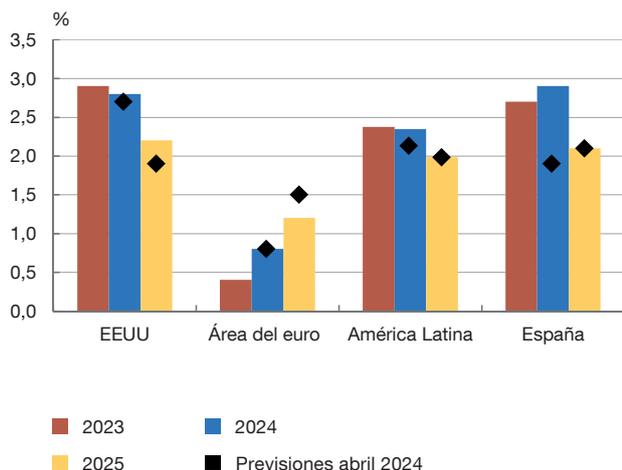
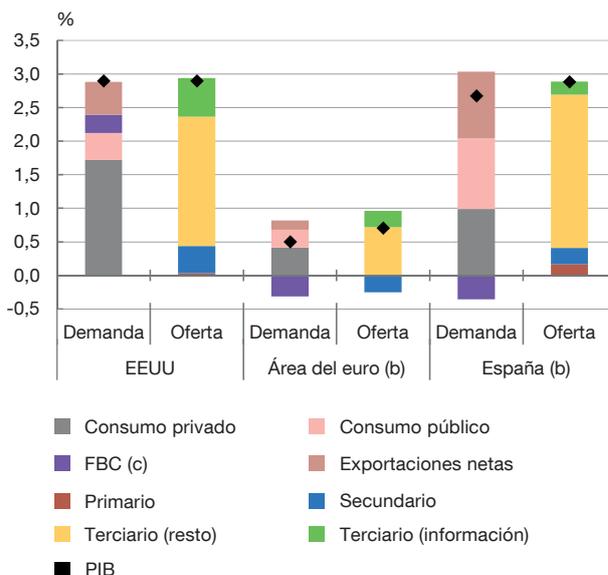


Gráfico 8  
Contribuciones al crecimiento del PIB (2023)



FUENTES: World Economic Outlook (FMI) y estadísticas nacionales.

- a Las barras representan las previsiones del World Economic Outlook del FMI de octubre de 2024. Los rombos se corresponden con las previsiones de abril de 2024. Agregados del WEO excepto América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).
- b Las contribuciones de oferta explican el crecimiento del valor añadido bruto, sin impuestos, por lo que no coinciden exactamente con las contribuciones por el lado de la demanda.
- c Formación bruta de capital.

las de servicios turísticos) como por el leve retroceso de las importaciones. Por su parte, la demanda interna sorprendió a la baja, principalmente debido a la relativa debilidad que siguen mostrando el consumo privado y la formación bruta de capital.

La información coyuntural más reciente apunta a que, en el tercer trimestre, el ritmo de expansión de la actividad en España podría moderarse con respecto al registrado en el primer semestre del año, aunque seguiría siendo elevado.

Incluso en ausencia de una escalada de tensiones geopolíticas, caso más extremo ya discutido, la materialización de los riesgos identificados en los mercados financieros y, en algunos casos, sobre la inflación (por ejemplo, mantenimiento de tipos de interés de política monetaria más elevados ante una mayor persistencia del crecimiento de los precios) podría también inducir condiciones financieras más duras e implica riesgos a la baja sobre la actividad.

Por otra parte, la debilidad del crecimiento del PIB real de algunas economías europeas o la insuficiente efectividad de las medidas de estímulo anunciadas en China podrían repercutir sobre la actividad económica de España a través de distintos canales comerciales y financieros. Además, el elevado endeudamiento público en Estados Unidos sigue representando un riesgo para la actividad económica mundial, no solo por el menor espacio fiscal en esta economía, sino también por favorecer un entorno de tipos de interés reales

a largo plazo más elevados, que podrían venir acompañados de episodios de incertidumbre en los mercados financieros.

Por su parte, el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas puede suponer cierto freno al crecimiento en los próximos años, si bien constituirá un resorte para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas. Existen ciertos elementos mitigadores de estos riesgos sobre la actividad. Por una parte, una política monetaria menos restrictiva en las principales economías mundiales proporcionaría mayor soporte al crecimiento a corto plazo. Por otra parte, a escala nacional, la elevada tasa de ahorro de los hogares y el impacto de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* (NGEU) pueden constituir palancas de apoyo para el consumo y la inversión, respectivamente.

Finalmente, también en el ámbito nacional, cabe destacar que la actual composición del crecimiento puede persistir como una vulnerabilidad de la economía española incluso si se consolida la actual senda expansiva y se disipan los riesgos a corto plazo sobre la actividad (véase gráfico 8). Por el lado del gasto, el crecimiento del PIB ha estado sostenido en una proporción relevante por la demanda externa de servicios, especialmente los turísticos, y por el consumo público, frente a una menor contribución del consumo privado y, en particular, de la inversión empresarial. Por el lado de las ramas de actividad, se observa una contribución elevada al crecimiento de servicios de baja productividad (por ejemplo, la hostelería).

En este contexto, las principales vulnerabilidades<sup>3</sup> de la economía y del sistema financiero español incluyen:

### **V1. Nivel elevado de endeudamiento público**

El déficit de las Administraciones Públicas, en términos acumulados de 12 meses, se habría situado en el 3,3 % en junio, lo que supone una reducción de 0,2 puntos porcentuales (pp) respecto al cierre de 2023. La ratio de deuda pública sobre PIB se redujo 3,5 pp en términos interanuales, fundamentalmente por el aumento del PIB nominal, y se situó en el 105,3 % en el segundo trimestre de 2024. Este nivel de endeudamiento público es unos 20 pp inferior al máximo alcanzado tras el inicio de la pandemia, en marzo de 2021, aunque supera en cerca de 18 pp al del agregado del área del euro (véase gráfico 9).

El coste medio de las nuevas emisiones de deuda ascendió al 3,3 % en los ocho primeros meses de 2024, 0,2 pp por debajo de su nivel medio de 2023. El coste medio de las emisiones más recientes, en septiembre, fue del 2,9 %, lo que refleja las perspectivas de una menor restricción monetaria. No obstante, se prevé que continúe el aumento progresivo del coste medio del saldo vivo, dado que la vida media de la deuda pública española está próxima a los ocho años y que las emisiones puestas en circulación entre 2016 y 2021 se emitían

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

Gráfico 9  
Endeudamiento del sector público en el área del euro

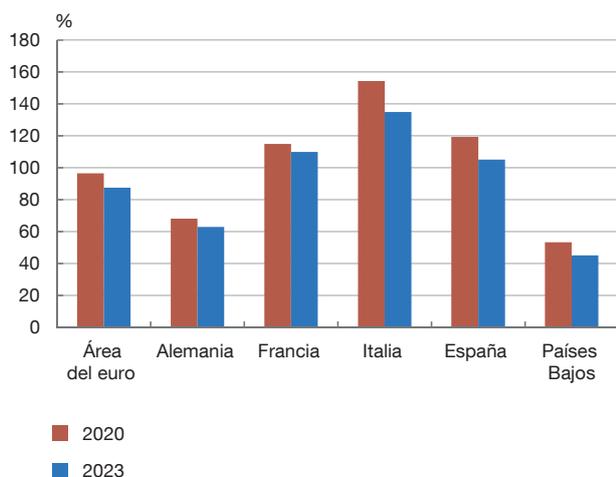
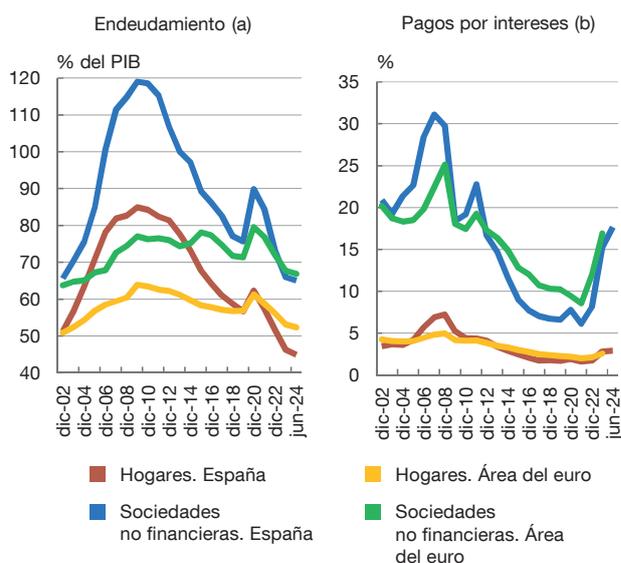


Gráfico 10  
Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los saldos de deuda están ajustados de estacionalidad.

b Los pagos por intereses no se ajustan por los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI). Series trimestrales ajustadas de estacionalidad. La ratio para los hogares se calcula dividiendo por la RBD y en las sociedades no financieras por el EBE.

a tipos de interés más bajos que los actuales y los esperados para los próximos años por los mercados financieros.

En ausencia de la aplicación de las nuevas reglas fiscales europeas, la senda de la deuda pública y de los pagos por intereses sería moderadamente creciente en los próximos años. Esto es resultado del elevado componente estructural del déficit público español y de ciertos factores que presionarán al alza el gasto público, como el envejecimiento de la población, las necesidades de inversión asociadas al cambio climático, la digitalización y el gasto en defensa.

No debe olvidarse que el elevado nivel de deuda pública aumenta la sensibilidad del gasto a los cambios en las condiciones de financiación en los mercados. Si además se tiene en cuenta la necesidad de generar espacio fiscal para mitigar el impacto de posibles perturbaciones adversas, parece estrictamente necesario que el plan de consolidación fiscal recientemente anunciado en España, junto con determinadas reformas estructurales, se ejecuten con diligencia y rigor para corregir esta vulnerabilidad y minimizar su impacto en la actividad. Esto es especialmente relevante en tanto que el plan propone un perfil temporal con un crecimiento del gasto que disminuye en el tiempo, lo que facilita su cumplimiento en los primeros años, en los que se asume una posición cíclica más favorable, y se torna más restrictivo hacia el final del periodo de ajuste<sup>4</sup>.

4 El Gobierno presentó, el pasado 15 de octubre, el primer Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo, que plantea un ajuste estructural lineal de 0,4 pp del PIB por año durante siete años, lo que, teniendo en cuenta los supuestos macroeconómicos de dicho Plan, se traduciría en una senda de gasto primario neto decreciente a lo largo del periodo de ajuste (2025-2031).

## V2. Debilidad financiera de empresas no financieras y hogares

Las empresas no financieras españolas han mantenido en la primera mitad de 2024 una buena evolución de sus resultados, al tiempo que continúa el proceso de reducción de su ratio de endeudamiento en términos del PIB. Todo ello ha redundado en una reducción de sus vulnerabilidades financieras.

Los excedentes empresariales mostraron un comportamiento favorable en la primera mitad de 2024, aunque de forma heterogénea por sectores. El resultado económico bruto (REB)<sup>5</sup> del sector empresarial no financiero, de acuerdo con la información de la Agencia Tributaria, aumentó, en términos nominales, en el primer trimestre de 2024 un 6,5 % interanual y un 9,2 % en el segundo trimestre.

Por su parte, los datos de la Encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE) del tercer trimestre muestran un descenso de las presiones inflacionistas sobre los precios de venta y los costes de *inputs* intermedios y laborales. Además, se identifican condiciones más favorables en términos de acceso y coste de la financiación. Persisten, sin embargo, las preocupaciones por la incertidumbre sobre las políticas económicas, la disponibilidad de mano de obra y posibles repuntes de los costes energéticos.

En este contexto, la deuda consolidada de las empresas no financieras españolas presentó un incremento interanual del 1,3 % hasta junio de 2024. Sin embargo, el endeudamiento de este sector se situó en el 65 % del PIB en el segundo trimestre del año (véase gráfico 10), 3,6 pp menos que 12 meses antes, el valor más bajo registrado de la serie desde septiembre de 2002. Adicionalmente, esta ratio era 1,8 pp inferior a la media de este sector en el conjunto del área del euro, que alcanzaba el 66,8 % en ese mismo período.

Por su parte, el sector de los hogares también redujo sus vulnerabilidades financieras, apoyado en la resiliencia del empleo, el crecimiento de la renta bruta disponible (RBD) y la reducción de su deuda en relación con el PIB<sup>6</sup>.

En concreto, la tasa de paro de la Encuesta de Población Activa (EPA) se situaba en junio de 2024 en el 11,3 %, 0,4 pp menos que 12 meses antes, cifra no observada desde el tercer trimestre de 2008. En este contexto, la RBD real media por hogar<sup>7</sup> ha mostrado un crecimiento interanual medio del 3,8 % (frente al 4,4 % del semestre precedente) y se sitúa un 2,8 % por encima del nivel anterior a la pandemia<sup>8</sup>. El volumen de deuda de las familias aumentó en el segundo trimestre del año, por primera vez desde el verano de 2022, al tiempo que su riqueza

5 El REB se obtiene restándole a la producción (ventas y otros ingresos de explotación) los consumos intermedios (costes de producción y otros gastos de explotación) y los gastos de personal.

6 El endeudamiento de los hogares en relación con la RBD muestra un patrón similar.

7 La RBD incluye la remuneración de asalariados, el excedente bruto de explotación y la renta mixta bruta, las rentas de la propiedad y las transferencias netas recibidas (prestaciones públicas menos impuestos y cotización a la seguridad social). La renta real se calcula ajustando los valores nominales por el deflactor del consumo privado. En junio de 2024, el número de hogares registró un crecimiento interanual del 0,8 %.

8 En términos ajustados de estacionalidad.

bruta continuó incrementándose. El mayor avance de las rentas en comparación con el incremento de los niveles de deuda permitió que la ratio de endeudamiento de las familias se redujera hasta el 44,9 % del PIB en el segundo trimestre de 2024, nivel no observado desde el año 2000 y 7,5 pp inferior al promedio del área del euro.

A pesar de estos desarrollos positivos en términos de renta y de endeudamiento, los costes medios de la deuda y la carga financiera de hogares y empresas no financieras se mantienen en valores comparativamente elevados en relación con el período de tipos de interés bajos posterior a la crisis financiera global. El ajuste progresivo de la política monetaria y los plazos de revisión en los contratos a tipo variable hacen esperar que el descenso de la carga financiera de estos sectores sea gradual, manteniendo así los agentes endeudados cierto grado de vulnerabilidad a corto plazo.

En concreto, la ratio de carga financiera (gastos por intereses sobre excedente bruto de explotación) de las empresas no financieras aumentó en el segundo trimestre de 2024 hasta el 17,7 %, 5,3 pp por encima de la cifra registrada 12 meses antes, el nivel más elevado de esta métrica desde 2012 (véase el panel derecho del gráfico 10). En la Central de Balances Trimestral (CBT), la proporción de empresas vulnerables no experimentó variaciones interanuales significativas hasta junio de 2024, con un comportamiento mixto de distintos indicadores de fragilidad financiera (por ejemplo, resultados negativos, carga financiera elevada). En todo caso, estos indicadores se sitúan por debajo del promedio observado en el período 2014-2023.

En el caso de los hogares, la ratio agregada de carga financiera (gastos financieros sobre RBD) se situaba en un 2,9 % en junio de 2024, con un incremento interanual de 0,5 pp (véase, de nuevo, el panel derecho del gráfico 10). Este nivel de carga financiera representa el valor más elevado de la serie desde 2014.

La buena evolución de la renta continúa conteniendo el incremento de la proporción de hogares con una carga financiera bruta elevada (superior al 40 % de la renta del hogar). No obstante, en este período la inflación, en particular sobre el coste de consumos esenciales como los alimentos y la energía, ha presionado adicionalmente la capacidad de pago de sus compromisos financieros.

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

La rentabilidad del sector bancario español siguió aumentando en el primer semestre de 2024 y alcanzó unas ratios ROA (rentabilidad sobre el total activo, por sus siglas en inglés) y ROE (rentabilidad sobre patrimonio neto, por sus siglas en inglés) del 0,91 % y el 13,9 %, respectivamente, 16 pb y 2,2 pp superiores a las registradas en junio de 2023.

El proceso de incremento de los tipos de política monetaria ha propiciado un aumento generalizado de la rentabilidad de los bancos europeos, en el que las entidades españolas se

han mantenido significativamente por encima de la media. Este diferencial positivo en términos de rentabilidad de los bancos españoles no se ha trasladado a una mejora de su posición relativa en términos de ratio de solvencia CET1 (véase gráfico 11). Las previsiones favorables de rentabilidad facilitarían el potencial refuerzo de la solvencia bancaria y el cumplimiento de requerimientos adicionales de capital, como la activación del colchón de capital anticíclico (CCA) sobre exposiciones en España, descrita más abajo.

Los distintos componentes del beneficio bancario mantienen el mismo patrón cualitativo de evolución observado en 2023, con un crecimiento marcado del margen de interés como principal impulsor de la rentabilidad y una contribución más moderada de las comisiones netas y otros componentes del margen bruto, que, en conjunto, más que compensan la evolución negativa de otras partidas, como las dotaciones por deterioro. Estas últimas continúan presentando un crecimiento contenido a pesar del rápido e intenso ascenso de los tipos de interés de referencia desde 2022. Por su parte, los gastos de explotación continuaron evolucionando al alza en un entorno inflacionario, y el gravamen a la actividad crediticia en España siguió detrayendo una parte limitada de la rentabilidad (en su ausencia, el ROA de junio de 2024 hubiera sido 4 pb superior y hubiera alcanzado el 0,95 %, y el ROE hubiera sido 0,6 pp mayor, hasta el 14,5 %). En términos de los activos ponderados por riesgo (APR) a junio de 2024 el gravamen representó un 0,11 %.

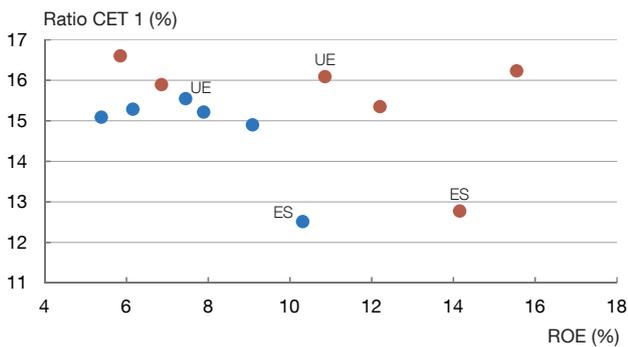
De cara al futuro, en el entorno de los escenarios de previsión, el impacto de la bajada de tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria sería acotado y gradual, al compensarse, al menos en parte, los potenciales efectos negativos sobre márgenes unitarios con una evolución más favorable del volumen de actividad y de las dotaciones por deterioros y contar las entidades con distintos instrumentos de gestión del riesgo de interés. Los resultados de las pruebas de resistencia del Banco de España<sup>9</sup> muestran, de hecho, que el sector bancario español retendría capacidad de generación orgánica de capital bajo este tipo de escenarios (véase gráfico 12).

En contraste, la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados mermaría significativamente la rentabilidad del sector y, bajo el escenario más adverso (con materialización intensa de múltiples riesgos) (véase recuadro 2.1), los resultados de las pruebas de resistencia indican que llegaría a producirse cierto nivel de consumo de capital (véase, de nuevo, el gráfico 12). Estos resultados denotan una notable capacidad de resistencia a escala agregada del sector bancario español. Sin embargo, la reducción de su solvencia en este escenario más adverso limitaría su capacidad de intermediación y haría esperable un cierto grado de desapalancamiento, también presente, aunque con menor intensidad, en escenarios de materialización más parcial de riesgos sistémicos.

Ante estos escenarios de riesgo menos extremos, en los que se materializan una menor cantidad de riesgos y con menor intensidad, la rentabilidad del sector bancario español se

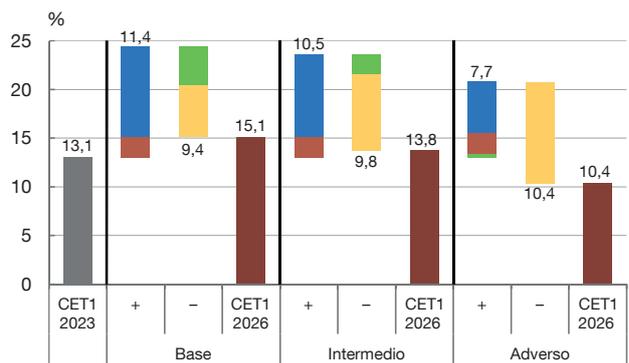
<sup>9</sup> Estas pruebas se realizan de acuerdo con el marco metodológico FLESB (Forward Looking Exercise on Spanish Banks), de orientación *top-down*, desarrollado e implementado de forma centralizada por el Banco de España. Véase el recuadro 2.1 para detalles adicionales del marco y de los resultados más recientes.

Gráfico 11  
ROE y ratio CET1. Comparativa europea (a)



■ jun-22  
■ jun-24

Gráfico 12  
Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio CET1 en distintos escenarios (b)



■ Uso de provisiones en España  
■ Deterioros en España y soberano (d)  
■ Generación de recursos (c)  
■ Resto de impactos

FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

- a Los puntos corresponden a los valores observados en los principales sectores bancarios europeos (Alemania, España, Francia, Italia y Países Bajos) y para la media de los bancos de la Unión Europea. Se identifican individualmente esta última (UE) y España (ES).
- b 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 (13,1 % en 2023) y finales (proyectadas para 2026 en cada escenario) se presentan bajo criterio *fully-loaded*. El resto de los impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2023 y 2026 y el efecto de los avales del Instituto de Crédito Oficial. Resultados agregados, incluyendo entidades bajo supervisión directa tanto del Mecanismo Único de Supervisión como del Banco de España.
- c Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero. Se trata así de comparar los posibles recursos generados en el conjunto del grupo bancario frente a las pérdidas por deterioro en España y soberano, que son el foco de estos ejercicios.
- d Esta variable muestra la proyección durante los tres años del ejercicio de la pérdida bruta por deterioro de la cartera de 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).

vería también reducida, pero en mucha menor cuantía. Por ejemplo, dentro de los ejercicios de resistencia se ha examinado un repunte de la inflación con efecto negativo en la actividad, pero sin llegar a desembocar en una recesión significativa y en una corrección marcada en los mercados financieros, como sí ocurre bajo el caso más severo. Bajo este escenario intermedio, no se observa una merma de las ratios de solvencia CET1, lo que refuerza el diagnóstico de reducción del nivel de riesgos vinculados a la inflación (véase riesgo R2).

Además, las entidades españolas mantienen una posición de liquidez holgada, con una ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) del 185,7 % en junio de 2024, ampliamente por encima del requerimiento del 100 %, y no afrontan presiones de financiación, con ratios de préstamos sobre depósitos del 97,3 % y del 79,9 % a escala consolidada y de negocios en España. Todo ello limita la posibilidad de que perturbaciones sobre la rentabilidad se trasladen a tensiones de liquidez y financiación.

Como se ha señalado al inicio de este resumen, persisten las preocupaciones a escala global sobre las posiciones de liquidez ajustadas y el apalancamiento de algunos IFNB (por ejemplo, *hedge funds*, *family offices*). Además, la expansión del sector IFNB hace que este tenga una importancia creciente para la estabilidad financiera, al tiempo que permanece la necesidad de mayor desarrollo de su marco macroprudencial, necesariamente sensible a la heterogeneidad

de los intermediarios que componen este sector. Un paso crucial para lograr esto es la mejora de la información sobre los IFNB y sus interconexiones.

## Evolución del mercado inmobiliario

El ciclo de endurecimiento de la política monetaria iniciado a mediados de 2022 propició una reversión de la tendencia expansiva de la actividad y de aceleración de los precios en el mercado de la vivienda que se observaba desde 2021, tras la crisis sanitaria. Así, desde el último trimestre de 2022 y durante 2023 se registraron descensos interanuales de dos dígitos de los volúmenes de compraventas y de nuevas hipotecas, al tiempo que el crecimiento de los precios de la vivienda se moderaba desde un máximo del 8,5 % en el primer trimestre de 2022 hasta valores en torno al 4 % a finales de 2023.

Desde el último trimestre de 2023 se observa una mayor actividad en el mercado de la vivienda, una vez que los efectos moderadores del entorno de tipos de interés más elevados se van agotando. Las compraventas y el flujo de nuevas hipotecas presentan un mayor dinamismo y, a mediados de 2024, se aproximan a las cifras máximas alcanzadas en 2022. Al mismo tiempo, los precios de compraventa de la vivienda se han acelerado y han alcanzado una tasa de crecimiento interanual del 7,8 % en el segundo trimestre. Se observa asimismo un crecimiento notable del coste del alquiler de vivienda, que contribuiría a sostener los precios en el mercado de la vivienda. El precio de los inmuebles comerciales también ha experimentado cierta recuperación, con un crecimiento interanual del 3,8 % en el segundo trimestre de 2024, frente a las reducciones experimentadas en 2022 y 2023.

El crecimiento poblacional —asociado en buena medida al fenómeno migratorio—, y la evolución favorable del empleo y de la renta de los hogares españoles han contribuido a impulsar la demanda de vivienda, tanto en alquiler como en propiedad. La demanda de adquisición de vivienda de no residentes también ha mantenido un notable dinamismo. Ante una oferta de vivienda relativamente rígida y la orientación de una parte creciente de esta para usos turísticos en vez de para usos residenciales (motivada por la expansión del turismo no hotelero), el auge de la demanda ha presionado al alza los precios, como se ha descrito anteriormente. El buen comportamiento de las rentas de los hogares ha prevenido, sin embargo, la aparición de desequilibrios destacados en los precios (véase gráfico 13).

Por el momento, no se han detectado relajaciones significativas de los criterios de concesión de créditos hipotecarios en relación con el valor de las garantías o de la renta. De hecho, en 2023 y en la primera mitad de 2024 se observan reducciones de las ratios de préstamo y de servicio de la deuda sobre renta (*loan-to-income*, LTI, y *loan service-to-income*, LSTI) en los nuevos créditos hipotecarios, lo que implica una menor toma de riesgos en esta dimensión. No obstante, la ratio de préstamo sobre valor de la garantía (*loan-to-value*) se ha incrementado en el primer semestre de 2024 con respecto a su nivel medio de 2023, lo que supone un criterio solo moderadamente más arriesgado de acuerdo con esta métrica.

Gráfico 13  
Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda (a) (b)

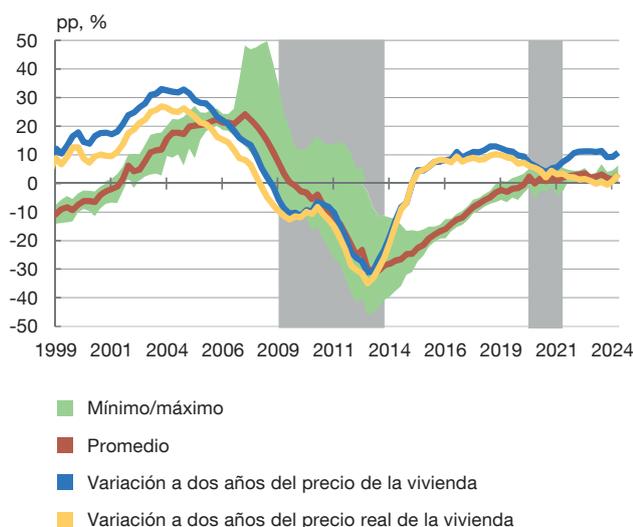
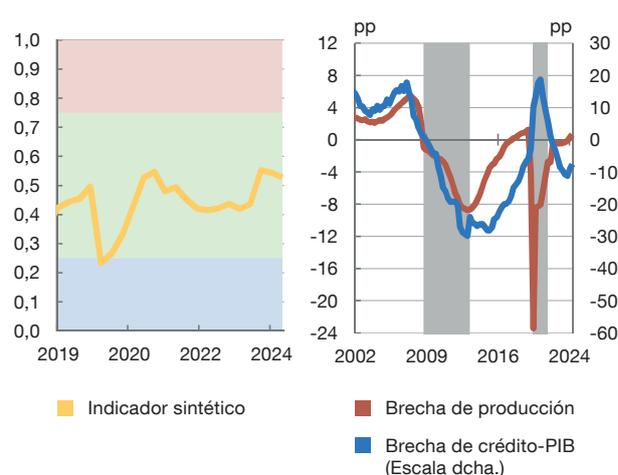


Gráfico 14  
Indicadores sintéticos y brechas de crédito-PIB y de producción (a) (c)



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis económica provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados en junio de 2024.
- b El área sombreada en verde representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los indicadores de i) a iii), las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero. Adicionalmente, se incluye el crecimiento de precios acumulado a dos años en términos nominales y reales.
- c El indicador sintético está definido en una escala entre 0 y 1 en función del percentil con respecto a su distribución histórica. El rango de color azul (verde) [rojo] corresponde a una señal de nivel bajo (estándar) [elevado] de los riesgos sistémicos cíclicos. 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 Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 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 Jorge E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España.

Los diferenciales de tipos de interés aplicados en la nueva concesión de hipotecas (frente a los de referencia de mercado) se mantienen reducidos, a pesar del incremento interanual observado en los mismos hasta junio de 2024. El incremento del coste medio de la financiación bancaria y el descenso de los tipos de interés de referencia, han alineado más sus niveles, reduciendo la capacidad de fijar los tipos de las hipotecas y otros productos de préstamo en niveles bajos en relación con los tipos de referencia y, al mismo tiempo, generar un margen de intermediación positivo. En cualquier caso, estos diferenciales todavía estrechos reflejarían, entre otros factores, una competencia elevada en este segmento y una expectativa futura de tipos de interés más bajos que, de truncarse, afectaría negativamente a la rentabilidad asociada a estas operaciones.

La bajada progresiva de los tipos de interés estimulará de forma previsible la dinámica expansiva del mercado de la vivienda, extendiéndose potencialmente al conjunto del mercado inmobiliario, por lo que será necesario mantener una monitorización cercana de este.

## Orientación de la política macroprudencial

El Banco de España ha aprobado el requerimiento de un porcentaje del 0,5 % del CCA sobre los activos ponderados por riesgos correspondientes a exposiciones ubicadas en España a partir del cuarto trimestre de 2024 (efectivo en el cuarto trimestre de 2025). La activación de este instrumento es consecuencia de la revisión de su marco de fijación aprobada este mismo trimestre<sup>10</sup>. Este nuevo marco implica que, a partir de ahora, las entidades tendrán que mantener un colchón liberable del 1 % cuando los riesgos sistémicos cíclicos se sitúen en un nivel intermedio, como se aprecia en la actualidad (véase gráfico 14). Esta modificación, que sigue la recomendación de los principales organismos internacionales y europeos, apoyará que las entidades bancarias sigan proporcionando financiación a la economía española, incluso en situaciones adversas, lo que contribuirá a que esta sea más estable.

Desde la fecha del último IEF, cabe destacar también la activación de requisitos de colchón contra riesgos sistémicos (CRS) sobre exposiciones de crédito ubicadas en Portugal e Italia, resultado de la aplicación recíproca de medidas sobre este colchón activadas por las autoridades responsables de la política macroprudencial en esos países. El impacto de estas medidas recíprocas sobre los requerimientos de capital consolidados es muy moderado, pero su activación contribuirá a una aplicación consistente y eficiente de la política macroprudencial dentro de la unión bancaria.

---

<sup>10</sup> Véase documento metodológico sobre el marco revisado del CCA sobre las exposiciones ubicadas en España y también Estrada et al. (2024), «Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos», con detalles técnicos adicionales sobre distintos análisis aplicados para valorar y calibrar la revisión de este marco.



# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Desde el anterior *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), la actividad económica global ha mantenido un comportamiento robusto, si bien en los meses de verano de 2024 se ha detectado una cierta pérdida de vigor. La economía española ha mostrado una fortaleza notable —en contraposición con el área del euro—, revisándose al alza tanto las estimaciones del PIB de años previos como las previsiones de crecimiento. El proceso de desinflación se ha prolongado, si bien el componente de servicios de la inflación ha seguido mostrando cierta resistencia a la baja en algunas economías, incluidas la del área del euro y la española.

A pesar de este escenario relativamente benigno, persisten riesgos a la baja sobre el crecimiento económico global, europeo y español. Estos riesgos se derivarían en primer lugar de las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre la orientación de las políticas económicas, que podrían ocasionar una fragmentación comercial y financiera. La debilidad de la economía china o cambios en las condiciones financieras globales también podrían condicionar el curso de la economía global. Elementos de incertidumbre adicionales en el caso de España provienen de la debilidad observada en el consumo y la inversión y de la composición sectorial del crecimiento de la actividad, así como de la posible senda de ajuste presupuestaria necesaria para el cumplimiento de las reglas fiscales europeas.

Los principales bancos centrales mundiales están empezando a moderar el tono restrictivo de sus políticas monetarias —con alguna excepción como Japón— y los mercados financieros han revisado a la baja sus expectativas de tipos de interés. Se mantiene un contexto de primas de riesgo comprimidas y de precios de las acciones elevados —especialmente en el sector tecnológico—. Estas valoraciones son consistentes con un escenario macroeconómico benigno y con una evolución muy favorable de los beneficios de las empresas. Sin embargo, una revisión a la baja significativa de las previsiones de beneficios de algunas empresas o la materialización de eventos macroeconómicos adversos que cambien las expectativas de los agentes podrían desencadenar correcciones abruptas —como ya ocurrió de forma muy transitoria a principios de agosto—. El papel de algunos intermediarios no bancarios podría, además, amplificar estas caídas.

Los precios en el mercado inmobiliario residencial español aceleran su crecimiento impulsados por el dinamismo de la demanda, en un contexto de rigidez de la oferta y de una mayor importancia de su uso para fines turísticos. En el sector inmobiliario comercial los precios han mostrado cierta recuperación apoyados por los segmentos de locales comerciales y de naves industriales.

Tanto los hogares como las empresas no financieras han seguido afrontando gastos por intereses elevados, pero las perspectivas de menores tipos de interés, junto con la resiliencia

del empleo y la mejora de las rentas de estos sectores, siguen mitigando la materialización de riesgos financieros. También se observan algunas mejoras en las finanzas públicas, apoyadas en la expansión del PIB. No obstante, el endeudamiento público es elevado y sigue suponiendo un elemento de vulnerabilidad que requiere la ejecución estricta del plan de consolidación fiscal recientemente anunciado.

## 1.1 Entorno macroeconómico

**La economía mundial mantuvo una senda de crecimiento robusto en la primera mitad de 2024 que se espera se mantenga en la segunda, a pesar de que los indicadores más recientes muestran algunos síntomas de debilidad.** La actividad global mostró una mayor resistencia de la esperada en el primer semestre, con cierta heterogeneidad por áreas, pero la debilidad de la demanda interna en China y la atonía de las manufacturas a escala global apuntan a un menor vigor en la segunda mitad del año, pese a las medidas de estímulo anunciadas en China (véase gráfico 1.1.a). En un contexto de mejora de las perspectivas inflacionistas y de relajación de las condiciones monetarias, estos signos de debilidad no han repercutido significativamente en las previsiones de crecimiento para el conjunto de 2024 y 2025 (véase gráfico 1.1.b).

**En el área del euro, el ritmo de avance de la actividad económica ha sido modesto, por lo que la reactivación proyectada del PIB en 2025 sería algo menos intensa de lo esperado hace unos meses.** Aunque las exportaciones netas han venido siendo el principal motor del crecimiento, se prevé que el avance del PIB de los próximos trimestres, que mantendrá tasas modestas, se sustente en el dinamismo de los servicios. Este último se apoyaría en el fortalecimiento del consumo privado en un contexto de vigor del mercado laboral, de recuperación del poder adquisitivo de los ingresos y de disipación gradual de parte del impacto de las pasadas subidas de tipos de interés, que supondrían un aumento paulatino de la renta real disponible.

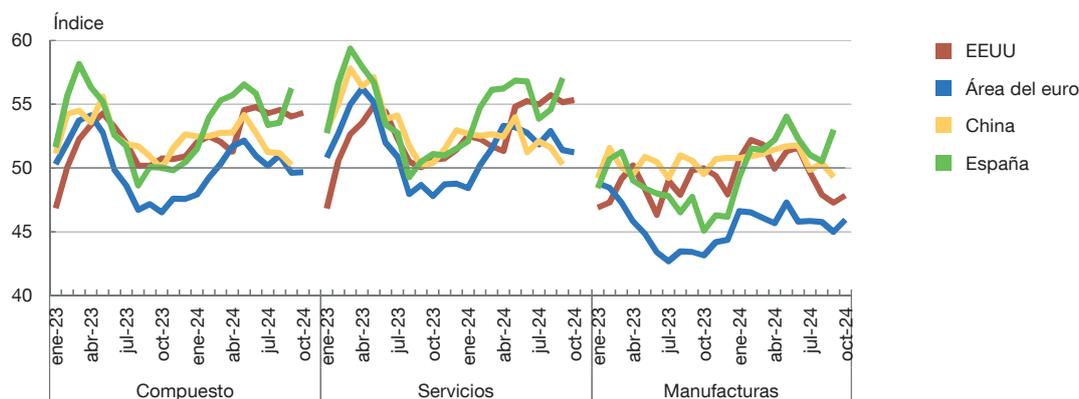
**En España, en cambio, el ritmo de crecimiento del PIB sorprendió al alza en el primer semestre.** En comparación con el área del euro, la notable fortaleza exhibida por la actividad respondería a una combinación de factores diversos tales como la relativa resiliencia de las manufacturas españolas en comparación con las de otros países de nuestro entorno y, sobre todo, la elevada aportación de la demanda exterior neta. Este incremento de la demanda no se ha visto frenado por limitaciones en la capacidad productiva gracias a los intensos flujos migratorios recibidos. Además, la revisión al alza de las cifras pasadas del PIB resultó en una recuperación del nivel de actividad prepandemia más temprana que la calculada previamente.

**El crecimiento de la actividad en España se mantendría elevado, aunque algo más moderado, para el resto del año.** De cara a los próximos trimestres, el avance de la actividad —más gradual— se sustentará principalmente en la demanda interna, apoyada en los mismos factores destacados en el caso del área del euro, además de por la dinamización de los fondos *Next Generation EU* (NGEU) y la revitalización de la demanda de los mercados de

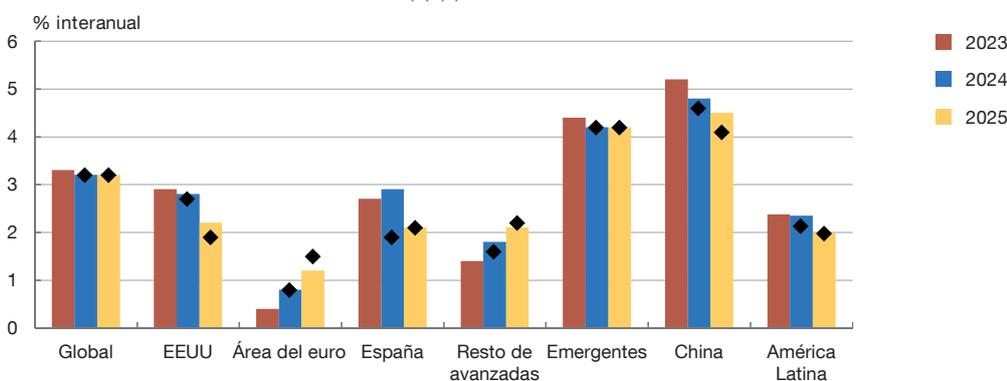
Gráfico 1.1

**El crecimiento mundial muestra signos de estabilización en un contexto de desinflación global**

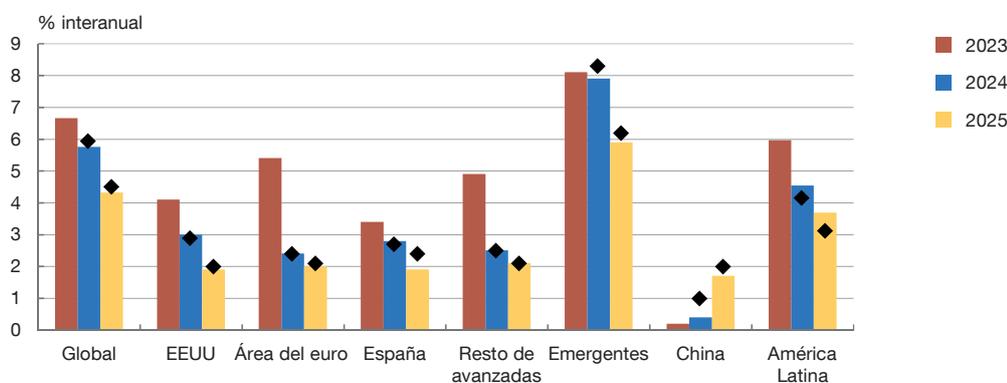
## 1.1.a Evolución de los PMI (a)



## 1.1.b Previsiones de crecimiento del PIB (b) (c)



## 1.1.c Previsiones de inflación (b) (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y S&P Global.

a Un nivel por encima de 50 indica una expansión de la actividad; por debajo de 50, una contracción.

b Las barras representan las previsiones de octubre de 2024 del World Economic Outlook del FMI. Los rombos se corresponden con las previsiones de abril de 2024.

c Agregados del WEO, salvo para América Latina, que está compuesto por: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

exportación, en particular del europeo. Como resultado, las previsiones de crecimiento en España se revisaron al alza en septiembre en relación tanto con las del IEF previo como con las de las proyecciones de junio<sup>1</sup> (véase gráfico 1.1.b).

1 Véase «Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Septiembre 2024».

**Las tasas de inflación han consolidado su senda de moderación en el período reciente.**

El proceso de desinflación ha continuado en la mayoría de las regiones, aunque persiste cierta resistencia a la baja de la inflación del sector servicios. Las expectativas de inflación a corto plazo apuntan a que esta senda de moderación proseguirá en casi todas las regiones (véase gráfico 1.1.c). En el área del euro, la tasa de inflación se situó en el 1,7 % en septiembre, mientras que, en España, la inflación, medida con el índice armonizado de precios de consumo, descendió al 1,7 %, valor mínimo desde la primavera de 2021. Las tasas subyacentes también han disminuido, pero se sitúan en niveles superiores, del 2,8 % y del 2,7 %, respectivamente.

**La reducción reciente de la inflación, más intensa de lo esperado, se explica en buena medida por el comportamiento del precio de la energía.**

A esta moderación ha contribuido la caída en el precio del petróleo —cercana a un 14 % con respecto al precio de abril, hasta los 71 dólares por barril brent— en un contexto de menor demanda mundial de crudo. De cara al futuro hay que tener en cuenta que la evolución de los precios de las materias primas energéticas está sujeta a episodios de volatilidad y de repuntes asociados a aumentos de las tensiones geopolíticas. Así, la escalada del conflicto en Oriente Próximo llevó el precio del crudo algo por encima de los 80 dólares por barril Brent en octubre, si bien este movimiento se revirtió rápidamente y en su evolución posterior ha pesado más la debilidad de la demanda.

**Por otra parte, la persistencia de elevadas tasas de inflación en los servicios podría frenar el proceso desinflacionario en el futuro y condicionar las decisiones de política monetaria.** En cualquier caso, la evolución de los salarios muestra síntomas de moderación, lo que mitiga este riesgo.

**El balance de riesgos para la actividad económica global sigue estando orientado a la baja, condicionado por la persistencia de tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre la orientación de las políticas económicas.**

Estos factores podrían derivar en una fragmentación comercial y financiera global. Una escalada del conflicto en Oriente Próximo o de la guerra en Ucrania por la invasión rusa podrían provocar repuntes en los precios de las materias primas o en los costes de transporte o la reaparición de los cuellos de botella a escala global. Del mismo modo, el resultado de las elecciones en Estados Unidos constituye otro elemento de incertidumbre, especialmente por sus posibles repercusiones sobre las relaciones comerciales con otras áreas, en particular con China, cuyo deterioro podría conducir a una mayor fragmentación de la economía mundial (véase recuadro 1.1). El elevado endeudamiento de Estados Unidos y la incertidumbre sobre el rumbo de la política fiscal derivada de las elecciones presidenciales suponen otro factor de riesgo para los mercados financieros, que se refleja actualmente en mayores tipos de interés reales a largo plazo e incrementa la probabilidad de subidas adicionales de estos. La materialización de estos riesgos podría elevar las tasas de inflación, tensionar las condiciones financieras globales y deteriorar las perspectivas de crecimiento.

**La debilidad del mercado inmobiliario en China, en fuerte contracción, continúa siendo un factor de riesgo a la baja para la actividad e inflación globales.** Un deterioro más severo del mercado residencial o un aumento de las dificultades en las que se encuentran los

grandes promotores inmobiliarios repercutirían de forma adversa sobre el crecimiento de China y se transmitiría a las principales economías mundiales a través de canales comerciales y de incertidumbre. Las recientes medidas anunciadas por las autoridades (relajación de la política monetaria, renegociación de préstamos hipotecarios y liberación de fondos para estimular la bolsa) fueron bien acogidas por los mercados, al aliviar en cierta medida este riesgo, aunque persisten dudas sobre su efectividad para relanzar el crecimiento.

**La posibilidad de correcciones abruptas en los mercados financieros mundiales añade riesgos adicionales a la baja sobre el crecimiento económico global.** Las valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo, junto a la incertidumbre que rodea la evolución de la economía y de las políticas económicas a escala mundial, los hacen más proclives a experimentar correcciones abruptas en los precios, como ocurrió en agosto de manera puntual en los mercados financieros internacionales (véanse epígrafe 1.2.1 y gráfico 1.2.a). Si estas son más persistentes que entonces en el futuro, el endurecimiento de condiciones financieras podría ser un freno a la actividad. Los mercados financieros de países emergentes han mostrado un comportamiento relativamente favorable pese al aumento de la volatilidad en verano, aunque también mostraron correcciones destacadas durante este episodio.

**Los factores anteriormente descritos constituyen también fuentes de riesgo para el crecimiento futuro de la economía española, a las que se añadirían algunos factores internos.** Entre estos habría que destacar el retraso en la recuperación del consumo de los hogares y de la inversión de las empresas, cuyo comportamiento en los próximos trimestres dependerá de la evolución de algunos de sus determinantes clave. Algunos de los factores que pueden incidir en estas variables son la confianza de los agentes, las condiciones de financiación y la incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular la política fiscal, por los efectos que se derivan de la composición y el grado de ejecución de la implementación del plan de consolidación fiscal de medio plazo, coherente con el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas. Igualmente, la composición sectorial del crecimiento, con un peso elevado de la contribución de sectores de baja productividad, como el turístico, también implicaría algún riesgo adicional sobre su sostenibilidad.

**En cuanto a las economías emergentes que son materiales para el sistema bancario español, los principales riesgos para la estabilidad financiera provendrían de un entorno exterior más adverso o del aumento de sus propias vulnerabilidades.** Las decisiones de política monetaria en Estados Unidos constituyen un determinante de primer nivel de las condiciones de financiación de estas economías. En particular, una política menos laxa de lo esperado podría dar lugar a salidas de capitales y tensiones en los mercados cambiarios<sup>2</sup>. Por otro lado, un crecimiento menor de lo esperado en China afectaría a estos países a través de los canales comerciales y de unos menores precios de las materias

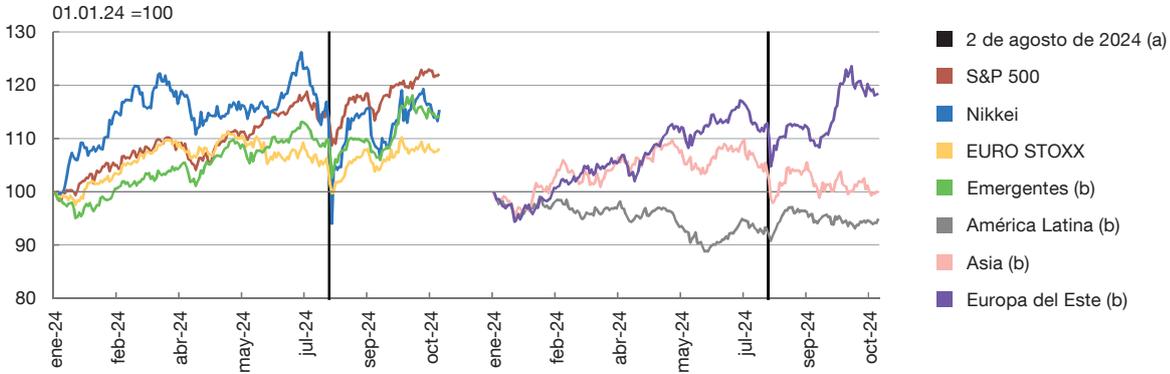
---

2 Véase la ficha 14 del *Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2024*.

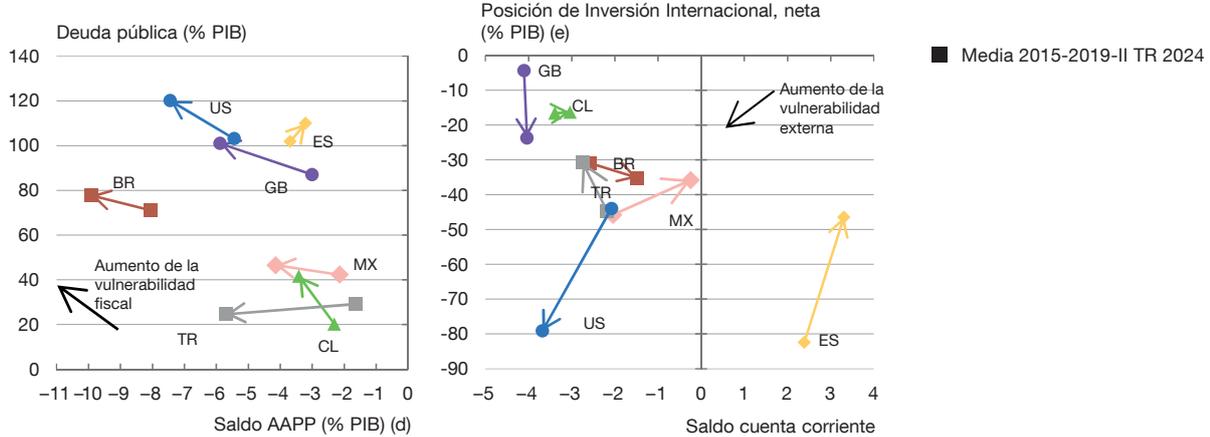
Gráfico 1.2

**El episodio de volatilidad de los mercados en agosto se reflejó en caídas elevadas aunque transitorias de las bolsas, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, en un contexto de evolución mixta de las vulnerabilidades financieras**

1.2.a Evolución de las bolsas mundiales



1.2.b Indicadores de vulnerabilidad (c)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a Inicio del episodio de turbulencias de agosto.
- b Índice MSCI de emergentes en moneda local.
- c Pares de valores de cada variable para la media entre los años 2015 y 2019 y el último dato disponible, el primer trimestre de 2024.
- d Superávit (+) o déficit (-) público como porcentaje del PIB.
- e Activos frente al exterior menos pasivos frente al exterior (stocks) como porcentaje del PIB.

primas<sup>3</sup>. Finalmente, en el ámbito interno, los riesgos más relevantes están relacionados con una posible resistencia a la baja de la inflación que frene el proceso de relajación monetaria, y con el aumento de las vulnerabilidades fiscales en algunos países como México o Brasil (véase gráfico 1.2.b) y con el rumbo que tome la política económica a raíz del cambio de gobierno en México. Por su parte, Turquía prosiguió la corrección gradual de sus desequilibrios macrofinancieros, lo que ha llevado a las agencias de rating a mejorar su calificación crediticia.

3 Véase la ficha 15 del *Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2024*.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 Mercados financieros

#### *Mercado Interbancario*

**Las rentabilidades de los mercados interbancarios del área del euro han descendido durante los últimos meses ante las expectativas de mayores recortes de los tipos de interés oficiales.** Las perspectivas más favorables acerca de la evolución futura de la inflación y las sorpresas a la baja en algunos indicadores macroeconómicos habrían llevado a que los mercados revisen sus expectativas y anticipen recortes algo más rápidos e intensos que unos meses antes en los tipos de interés oficiales en el área del euro. Todo ello se ha reflejado en caídas en las rentabilidades de los mercados interbancarios, que sirven de referencia en los contratos de préstamos bancarios. Desde la fecha de cierre del pasado IEF, el euríbor a 12 meses ha descendido en 108 puntos básicos (pb), hasta situarse en el 2,6 % a finales de octubre (véase gráfico 1.3.a)<sup>4</sup>.

#### *Deuda soberana*

**Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia también han registrado descensos en el área del euro y en Estados Unidos.** En el área del euro, este comportamiento en el conjunto del periodo habría estado condicionado en buena medida por las expectativas de una política monetaria más acomodaticia en Estados Unidos y por la debilidad macroeconómica doméstica. En la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años se situaban en el 2,3 % en Alemania y en el 4,3 % en Estados Unidos, tras un descenso de 11 y 12 pb, respectivamente, desde la fecha de cierre del IEF anterior. Por su parte, en Japón y Reino Unido las rentabilidades de estos bonos han experimentado un ligero incremento de en torno a 20 pb.

**Los diferenciales soberanos en las principales economías del área del euro registran en general niveles algo inferiores a los de principios de abril, salvo en Francia, donde han aumentado.** A principios de junio, la incertidumbre política en este país impulsó un repunte del diferencial de rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo frente al bono alemán, que se revirtió parcialmente en los meses siguientes pero que volvió a elevarse posteriormente en un contexto de incertidumbre sobre la evolución de las finanzas públicas nacionales<sup>5</sup>. En la fecha de cierre de este Informe se situaba en el plazo de diez años en 72 pb, 21 pb por encima del

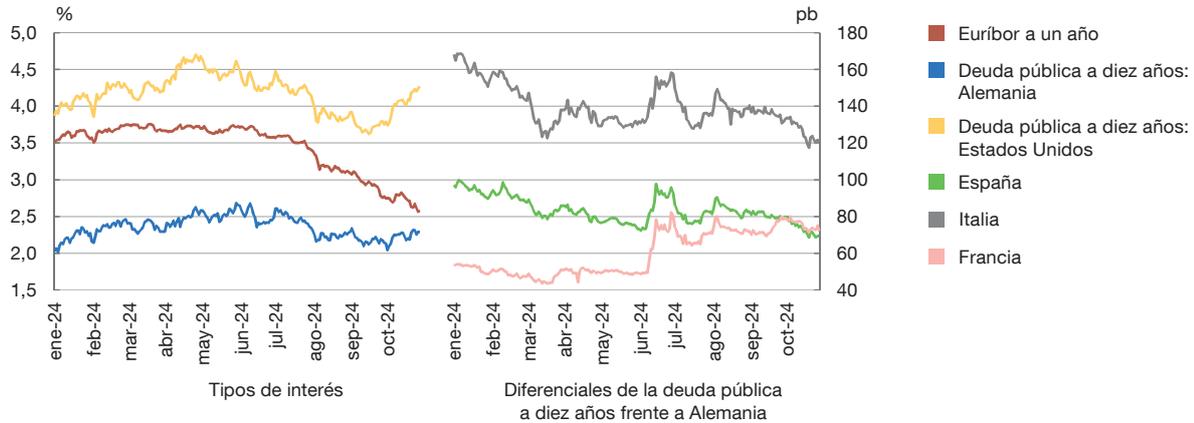
<sup>4</sup> Cierre de datos a 28 de octubre de 2024. La fecha de cierre del anterior IEF fue el 5 de abril de 2024.

<sup>5</sup> A finales de mayo, S&P rebajó el *rating* de la deuda soberana de Francia de AA a AA-. Por su parte, el 11 de octubre Fitch mantuvo su calificación de la deuda soberana francesa en AA-, pero redujo la perspectiva de esta de «estable» a «negativa». Asimismo, Moody's reiteró su calificación de Francia en Aa2 y redujo de «estable» a «negativa» su perspectiva el 25 de octubre.

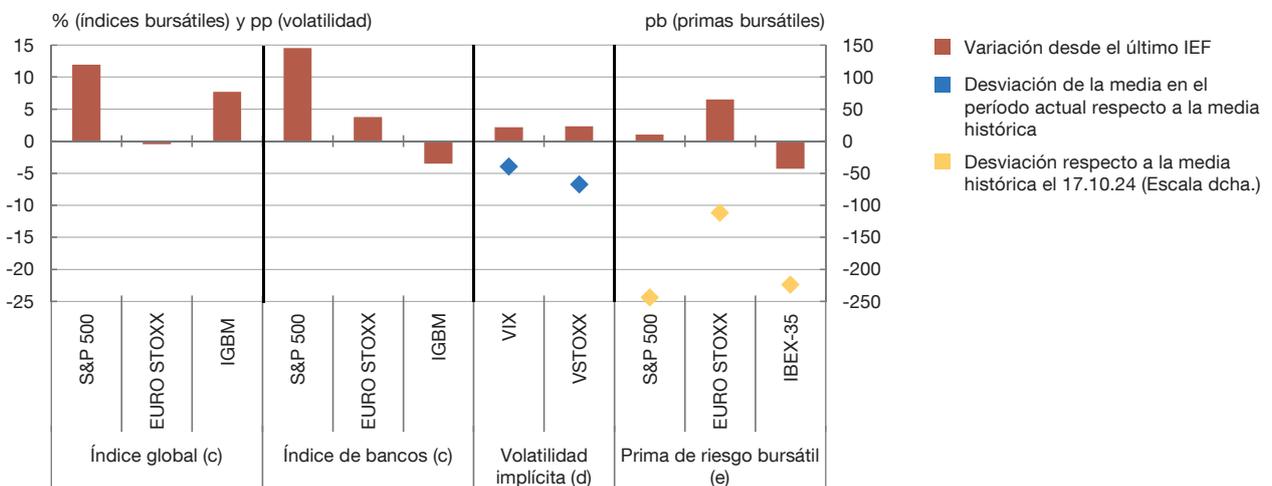
Gráfico 1.3

**Descensos en la rentabilidad de la deuda soberana en la mayoría de países del área del euro y Estados Unidos y evolución heterogénea de las bolsas, en un contexto de primas bursátiles reducidas**

1.3.a Euríbor, rentabilidades de la deuda y diferenciales soberanos



1.3.b Índices bursátiles, volatilidad y prima de riesgo bursátil (a) (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

- a La fecha de cierre del pasado IEF es el 5.4.24. La fecha de cierre de datos actual es el 28.10.24.
- b La variación de la prima de riesgo bursátil se muestra en la escala de la derecha y utiliza datos semanales.
- c IGBM: Índice General de la Bolsa de Madrid.
- d Diferencia entre la volatilidad media del período analizado en el IEF anterior (24.10.23-5.4.24) y la del actual (6.4.24-28.10.24). La media histórica, referida al período 1999-2024, es 20,07 % para el VIX y 23,41 % para el VSTOXX.
- e La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas [véase J. Fuller, Russell, y Chi-Cheng Hsia. (1984). «A Simplified Common Stock Valuation Model». *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56]. La media histórica, referida al período 2006-2024, es de 500 pb para el S&P 500, 653 pb para el EURO STOXX y 774 pb para el IBEX-35.

nivel registrado a principios de abril. En España, el diferencial de rentabilidad a diez años frente a la deuda alemana se sitúa en 70 pb, nivel 14 pb menor al de principios de abril.

*Tipo de cambio y renta variable*

**En los mercados cambiarios, el tipo de cambio del euro frente al dólar estadounidense se sitúa en niveles similares a los de abril, tras experimentar movimientos de apreciación y depreciación significativos en los últimos meses. Hasta finales de septiembre el euro se**

apreció frente al dólar ante las expectativas de que la política monetaria en Estados Unidos intensificase su tono acomodaticio. Este movimiento revirtió en su totalidad en octubre, siendo factores relevantes la debilidad económica del área del euro y unas expectativas de menor relajación de la política monetaria en Estados Unidos ante noticias macroeconómicas más favorables. Por su parte, el yen se ha depreciado ligeramente en el conjunto del periodo, revirtiendo la apreciación que experimentó en verano por el fuerte estrechamiento del diferencial de tipos de interés de Japón frente al resto de las principales economías avanzadas.

**Los principales índices bursátiles han registrado episodios puntuales de correcciones intensas y volatilidad elevada.** Esta evolución evidencia una sensibilidad notable, y mayor que en el pasado, del precio de los activos con riesgo a la información macroeconómica. Así, a principios de agosto se produjo un episodio transitorio de tensiones financieras, al que habría contribuido una lectura excesivamente negativa de los datos de empleo en Estados Unidos. Las correcciones iniciales en el precio de los activos se vieron amplificadas por factores técnicos, como el cierre de operaciones *carry-trade* en yenes<sup>6</sup> y el bajo volumen de negociación característico de este mes.

**El comportamiento del mercado de renta variable ha sido heterogéneo entre las geografías.** Impulsado por las sorpresas positivas en los beneficios corporativos, desde la fecha de cierre en abril del pasado IEF, el índice S&P 500 se ha revalorizado un 11,9 % (véase gráfico 1.3.b). El Índice General de la Bolsa de Madrid se ha revalorizado un 7,7 %, mientras que el EURO STOXX, en cambio, registra niveles similares a los de principios de abril. Por su parte, el índice de la bolsa china se ha revalorizado, apoyado por la adopción de fuertes medidas económicas de estímulo en el país, mientras que el índice Nikkei 225 japonés ha registrado un ligero descenso. Por sectores, la evolución en el área del euro ha sido algo más favorable en los valores defensivos<sup>7</sup>, mientras que en Estados Unidos las ganancias fueron más generalizadas y lideradas por empresas relacionadas con la tecnología. El sector bancario se habría visto afectado por los episodios de inestabilidad y habría experimentado una recuperación heterogénea entre geografías.

**Los indicadores de valoración en los mercados bursátiles y los diferenciales corporativos continúan evidenciando unos precios elevados de los activos con riesgo.** Pese al entorno de incertidumbre y la existencia de riesgos a la baja sobre la actividad económica, la volatilidad de los precios de los activos financieros se ha mantenido, en promedio, en niveles contenidos desde el último IEF. Por su parte, los diferenciales corporativos han descendido ligeramente en el segmento de alto rendimiento con respecto a los niveles registrados a principios de abril, mientras que en el de grado de inversión han experimentado

---

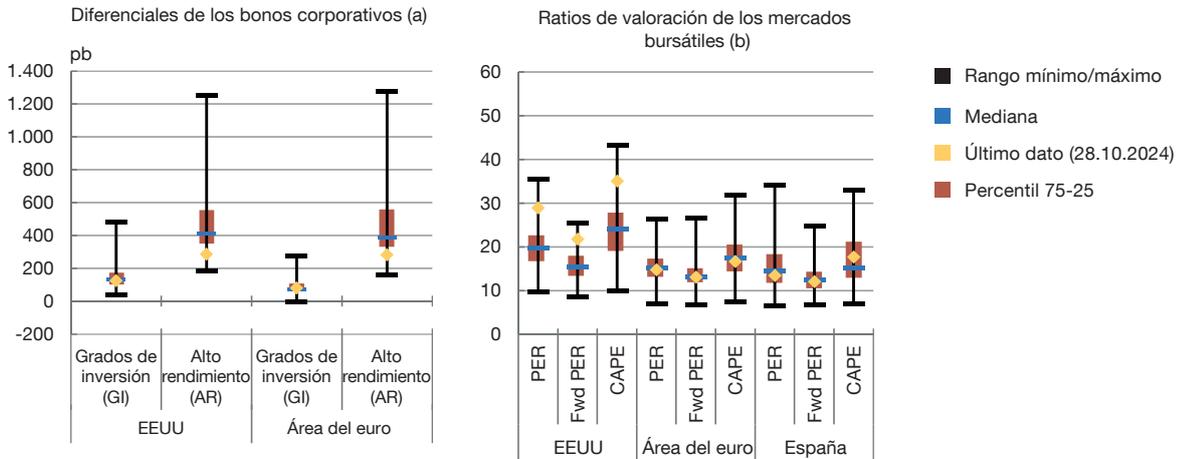
6 El *carry-trade* es una estrategia de endeudamiento en una moneda con tipos de interés bajos para invertir en activos denominados en otras monedas con un mayor rendimiento. En este caso, los inversores que se habían financiado en yenes habrían deshecho parte de estas posiciones de *carry-trade* a principios de agosto al reducirse el diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y Japón.

7 En el mercado bursátil, los sectores defensivos se corresponden con aquellos cuyo comportamiento está menos correlacionado con el ciclo económico, ya que ofrecen bienes y servicios cuya demanda es más estable e independiente de la situación económica.

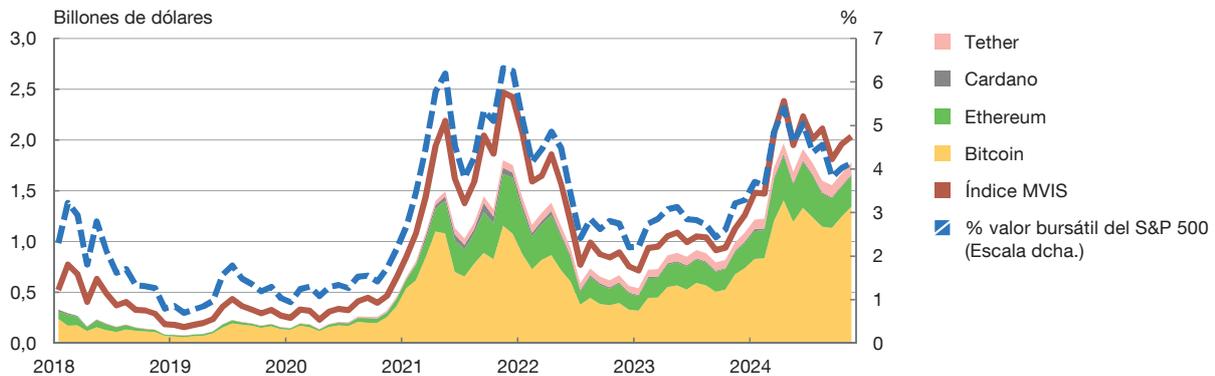
Gráfico 1.4

**Persisten altas valoraciones en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable, mientras que el valor de los criptoactivos registra un nivel similar al de abril**

1.4.a Métricas de los mercados de bonos corporativos y bursátiles



1.4.b Valor de mercado de los principales criptoactivos (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, MVIS, CoinMarketCap y Banco de España.

- a Diferenciales corporativos respecto a la curva *swap* de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos mensuales de las series desde 1998.
- b A partir de datos mensuales de las series de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para el área del euro y EEUU y desde 1987 para España. Muestra algo más reducida para el CAPE de España y el Fwd PER de la UEM. Ratios facilitadas por Datastream, salvo la ratio CAPE (*Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio*), que se calcula como el valor del índice bursátil en términos reales (con IPC) sobre una media móvil de diez años de los beneficios de las empresas que cotizan en el índice en términos reales. Las ratios *Price-to-Earnings Ratio* (PER) y *Forward a 1 año del PER* (Fwd PER) recogen la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción (observados o esperados).
- c Índice MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, que incluye los 100 principales criptoactivos de acuerdo con su valor de mercado. Todas las criptomonedas mostradas son sin respaldo salvo Tether.

un pequeño aumento. Desde una perspectiva histórica, estos diferenciales son muy reducidos en el segmento de alto rendimiento, situándose en torno al percentil 25 de su distribución, tanto en el área del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 1.4.a). Asimismo, las primas bursátiles se hallarían muy por debajo de la media histórica en el área del euro, España y Estados Unidos (véase gráfico 1.3.b). Por su parte, el precio de las acciones en relación con los beneficios de las empresas continúa situándose en niveles superiores al percentil 75 de la distribución histórica en el mercado estadounidense, y más próximo a su mediana en el área del euro y en España.

**Los sectores tecnológicos contribuyen de forma destacada a incrementar las métricas de valoración bursátil en Estados Unidos.** No obstante, no registran niveles tan elevados como los observados a principios de los 2000 (véase recuadro 1.2). En cualquier caso, los altos beneficios esperados en las empresas tecnológicas están rodeados de gran incertidumbre y el tiempo de maduración necesario para rentabilizar sus inversiones es prolongado. Además, el peso de los líderes tecnológicos en términos de capitalización en los índices bursátiles generales de Estados Unidos es muy elevado<sup>8</sup>, lo que incrementa la probabilidad de que los riesgos idiosincrásicos de empresas individuales tengan un impacto sistémico.

**Los elevados precios de los activos con riesgo y las primas de riesgo comprimidas incrementan la probabilidad de que se produzcan correcciones abruptas.** Las valoraciones de los mercados son consistentes con un escenario macroeconómico benigno y con una evolución muy favorable de los beneficios de las empresas. En este contexto, la materialización de eventos macroeconómicos adversos o una revisión a la baja significativa de las expectativas de beneficios de algunas empresas tecnológicas de gran dimensión podrían desencadenar correcciones en los precios de los activos con riesgo.

**Los criptoactivos continúan representando una fuente limitada de riesgos para la estabilidad financiera.** En este sentido, la capitalización del índice MVIS, que agrupa los 100 principales criptoactivos, registra un nivel similar al de abril y continúa representando una pequeña fracción de los mercados financieros (véase gráfico 1.4.b). No obstante, una eventual reactivación del rápido crecimiento observado en el pasado, algo que podrían favorecer unas condiciones monetarias más laxas, incrementaría su contribución al riesgo sistémico, especialmente en el caso de aquellos criptoactivos no respaldados por activos financieros tradicionales.

**Ciertos elementos pueden amplificar las fluctuaciones en los precios de los activos financieros ante la materialización de eventos adversos.** En particular, algunos intermediarios financieros, como determinados fondos de inversión internacionales de carácter abierto, podrían llevar a cabo ventas aceleradas en un entorno de tensiones de liquidez al mantener posiciones poco líquidas o con un elevado apalancamiento. Por otra parte, la rápida diseminación de información a través de internet puede actuar como un potencial amplificador de episodios de estrés.

### 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**El precio de la vivienda continuó acelerándose en el primer semestre de 2024, en un contexto de demanda elevada, rigideces en la oferta y una mayor importancia de su uso turístico.** Por segmentos, esta aceleración tuvo lugar tanto en el precio de la vivienda

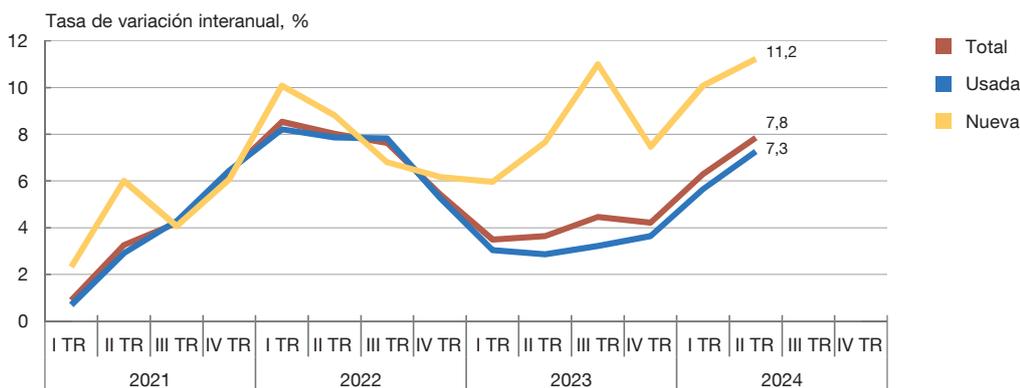
---

<sup>8</sup> A finales de octubre de 2024, la capitalización de los principales valores tecnológicos (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) representaba un 33 % en el S&P500. Para más detalles, véase el recuadro 1.2 de este Informe.

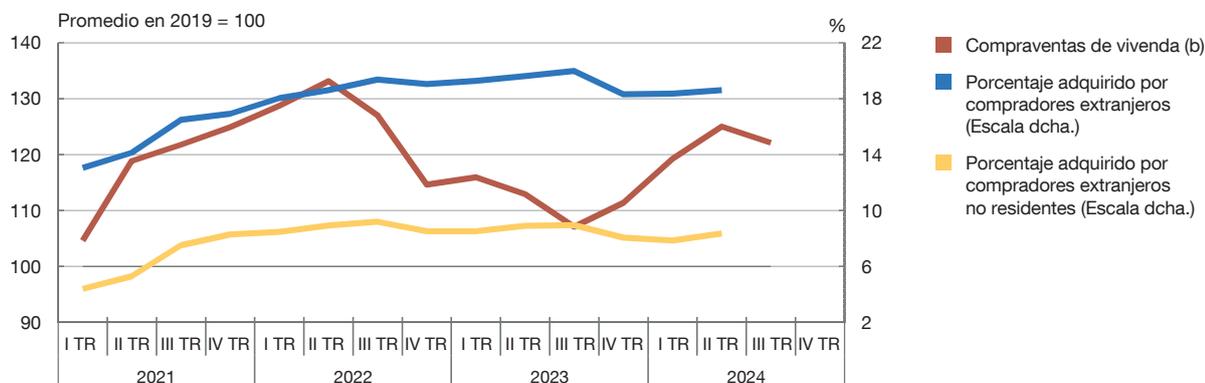
Gráfico 1.5

**El precio de la vivienda siguió acelerándose, en un contexto de demanda robusta y oferta rígida en el corto plazo**

## 1.5 Precio de la vivienda (a)



## 1.5.b Compraventas de vivienda y porcentaje adquirido por ciudadanos extranjeros



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

a Las cifras del gráfico representan la tasa de variación interanual del precio de la vivienda en cada modalidad en el segundo trimestre de 2024.

b Serie desestacionalizada. El dato del tercer trimestre de 2024 comprende el promedio de los meses de julio y agosto.

usada como en el de la nueva (véase gráfico 1.5.a) y fue generalizada por regiones. En concreto, durante el primer semestre el crecimiento interanual promedio del precio de la vivienda usada y nueva fue del 6,5 % y del 10,7 %, respectivamente, muy por encima de la inflación. Con ello, el precio de la vivienda ha superado, en promedio, el nivel máximo previo alcanzado en el tercer trimestre de 2007, aunque en términos reales es todavía un 25 % inferior<sup>9</sup>. En el segmento del alquiler se observa también un dinamismo elevado. Entre los factores impulsores del precio de la vivienda siguen destacando la elevada creación neta de hogares, la fortaleza de las adquisiciones por parte de ciudadanos no residentes, el uso creciente de la vivienda

9 El precio de la vivienda en el segundo trimestre de 2024 se encontraba un 4,2 % por encima de dicho nivel y el de la nueva un 33,8 % (en este último caso, la comparación se realiza frente al máximo que alcanzó en el tercer trimestre de 2008). El precio de la vivienda usada, en cambio, se situaba un 8,9 % por debajo de su máximo. En términos reales, el precio de la vivienda es inferior a su máximo histórico en todas las modalidades, y sus respectivas brechas se sitúan alrededor del 25 % (total), -1 % (nueva) y -35 % (usada).

en régimen de alquiler para finalidad turística, los fuertes aumentos pasados en los costes de la edificación residencial<sup>10</sup> y la rigidez de la oferta a corto plazo<sup>11</sup>.

**Las compraventas de vivienda aumentaron en la primera mitad del año, si bien se desaceleraron en el transcurso del tercer trimestre de 2024.** Las operaciones firmadas ante notario entre enero y agosto se elevaron un 8 % en comparación con el mismo período del año anterior. Este registro es el segundo mayor para este conjunto de meses desde 2008, por debajo solo del de 2022. En términos desestacionalizados, con información incompleta del tercer trimestre, se observa un menor dinamismo que en el primer semestre de 2024 (véase gráfico 1.5.b). Las adquisiciones de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros continúan siendo elevadas. En el primer semestre de 2024 representaron el 18,5 % del total, cifra algo superior a la registrada en el mismo período de 2019 (17 %) y situada en el rango alto de porcentajes desde que se tiene registro.

**El flujo del crédito nuevo para la compra de vivienda repuntó notablemente en la primera mitad de 2024, en un contexto de descensos en su coste.** El volumen del crédito nuevo aumentó un 25,6 % en términos interanuales en el segundo trimestre de 2024, tras la corrección observada en 2023 (en el cuarto trimestre de ese año, la variación interanual fue del -10,2 %). Con este nuevo repunte, el flujo de nueva financiación para adquisición de vivienda alcanza niveles ligeramente superiores a los observados en la primera mitad de 2021, durante el repunte que se produjo tras la crisis sanitaria y antes de que comenzase el ciclo de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 1.6.a).

**A pesar de este impulso en el crédito nuevo, el importante peso de las amortizaciones ha hecho que el saldo de crédito hipotecario para vivienda continúe disminuyendo.** No obstante, los descensos durante la primera mitad del año se produjeron a menor ritmo que en períodos previos (1,4 % interanual en el segundo trimestre de 2024, frente al 3,1 % en el trimestre final de 2023) (véase gráfico 1.6.a).

**Este tono menos contractivo del crédito también se observó en la financiación bancaria concedida a las constructoras y promotoras.** El saldo de este tipo de crédito se contrajo un 3,6 % interanual en junio de 2024 (frente a una caída del 6,2 % interanual en diciembre de 2023) (véase gráfico 1.6.a).

---

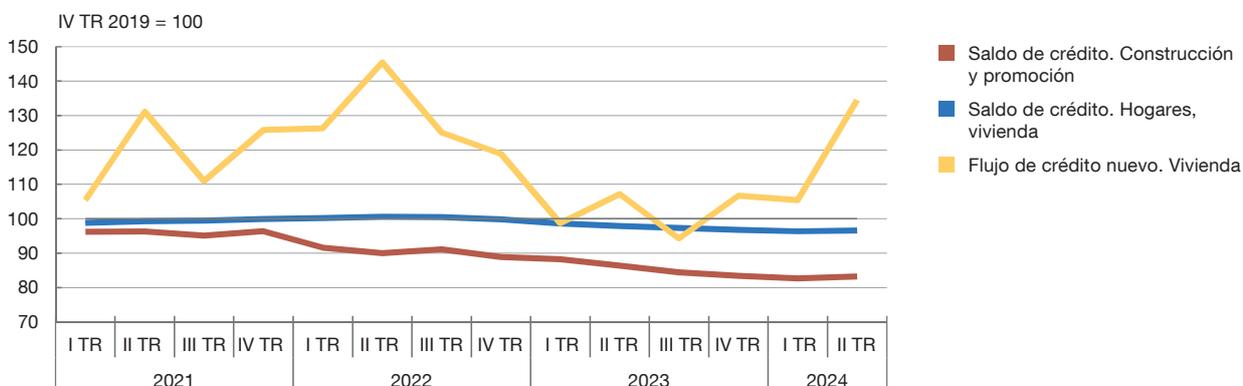
10 La evolución de los costes de construcción de viviendas puede trasladarse a la dinámica de los precios de la vivienda nueva con, aproximadamente, dos años de desfase, que es el tiempo que, en promedio, tarda en construirse. Los costes de la edificación residencial se aceleraron fuertemente entre principios de 2022 y mediados de 2023, con crecimientos interanuales que oscilaron entre el 7 % y el 11 %. Desde entonces se han desacelerado notablemente, hasta registrar un aumento interanual algo superior al 2 % en el segundo trimestre de 2024.

11 Los visados de obra nueva residencial entre enero y julio han mostrado un repunte, del 15 % interanual, aunque el número de estos es reducido (119.000 en los últimos 12 meses) en comparación con la demanda de vivienda vinculada a la creación neta de hogares (272.000 en el promedio de 2022 y 2023 y 153.000 de acuerdo con la variación interanual promedio en los dos primeros trimestres de 2024). Otros factores que presionan al alza el precio de la vivienda tienen que ver con el aumento de la demanda de alquiler, especialmente en las grandes zonas urbanas y turísticas. Para mayor detalle, véase Khametshin, Dmitry, David López Rodríguez y Luis Pérez García. (2024). «El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo». Documentos Ocasionales, 2432, Banco de España.

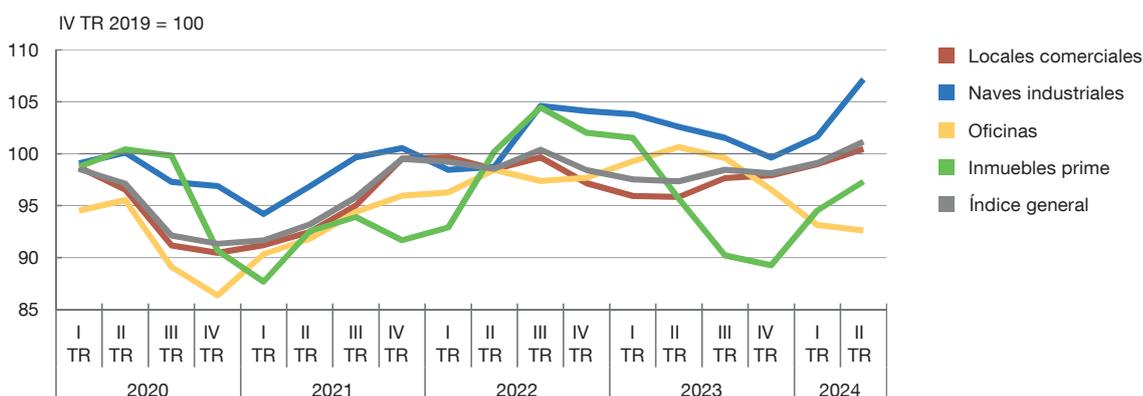
Gráfico 1.6

**El crédito hipotecario nuevo ha crecido marcadamente en el segundo trimestre de 2024, al tiempo que se observan menores contracciones de los saldos hipotecarios y del crédito destinado a la construcción y promoción**

1.6.a Indicadores de financiación del sector inmobiliario (a)



1.6.b Índices de precios del sector inmobiliario comercial (b)



FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España.

- a El crédito a construcción y promoción incluye las actividades inmobiliarias. El flujo de crédito nuevo se refiere al crédito nuevo originado en cada trimestre.
- b A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas prime —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en 2023 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial.

**Durante el primer semestre de 2024, el precio de los inmuebles comerciales mostró una cierta recuperación.** El índice general de precios aumentó un 3,9 % interanual en el segundo trimestre de 2024, frente a la corrección del 0,3 % de diciembre del año anterior (véase gráfico 1.6.b). Esta evolución se vio impulsada por los aumentos de precios en los segmentos de locales comerciales y de naves industriales, mientras que los precios de las oficinas continuaron con su trayectoria descendente. En el segmento prime de inmuebles comerciales, los precios aumentaron moderadamente en el segundo trimestre.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

#### *Las empresas no financieras*

**Los excedentes empresariales mostraron un comportamiento favorable en la primera mitad de 2024, aunque se observa heterogeneidad por sectores.** El resultado económico bruto (REB)<sup>12</sup> del sector empresarial no financiero —de acuerdo con la información combinada de la Agencia Tributaria (AEAT) y la Central de Balances Trimestral (CBT)— aumentó en el primer trimestre de 2024 un 6,5 % interanual, en términos nominales, y un 9,2 % en el segundo trimestre (véase gráfico 1.7.a). Los incrementos más intensos se registraron en la rama de construcción y actividades inmobiliarias y en la de comercio, hostelería y restauración. En el sector de las manufacturas, en cambio, los beneficios entre abril y junio se redujeron ligeramente con respecto al mismo período del año anterior.

**Los datos más recientes de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), correspondientes al tercer trimestre, apuntan a una prolongación de la tendencia positiva de la actividad empresarial.** Las empresas perciben un descenso de la facturación en el tercer trimestre —asociada al patrón estacional— y las perspectivas para el cuarto trimestre son positivas. Asimismo, desciende el porcentaje de empresas para las que el acceso a la financiación o los gastos por intereses de la deuda estarían condicionando su actividad. No obstante, persisten las preocupaciones por la incertidumbre sobre las políticas económicas, por la disponibilidad de mano de obra y por posibles repuntes de los costes energéticos.

**El volumen de deuda de las empresas no financieras repuntó en el primer semestre de 2024, deteniendo la tendencia descendente que venía mostrando en el último año y medio.** No obstante, el avance del PIB contribuyó a que la ratio de endeudamiento siguiera descendiendo —3,6 puntos porcentuales (pp) en términos interanuales— hasta situarse en el 65 % en junio de 2024 (véase gráfico 1.7.b), nivel no observado desde 2002 y 1,8 pp inferior al del promedio del área del euro.

**El pago por intereses de las empresas no financieras ha seguido aumentando, pero podría empezar a retroceder en los próximos meses.** De acuerdo con las cuentas de los sectores institucionales de la Contabilidad Nacional, el pago de intereses en el primer semestre de 2024 fue un 13 % superior al del segundo semestre de 2023. No obstante, en el caso de los préstamos bancarios, los pagos por intereses habrían experimentado un leve descenso desde mayo, tendencia que podría prolongarse durante los próximos meses si se cumplen las

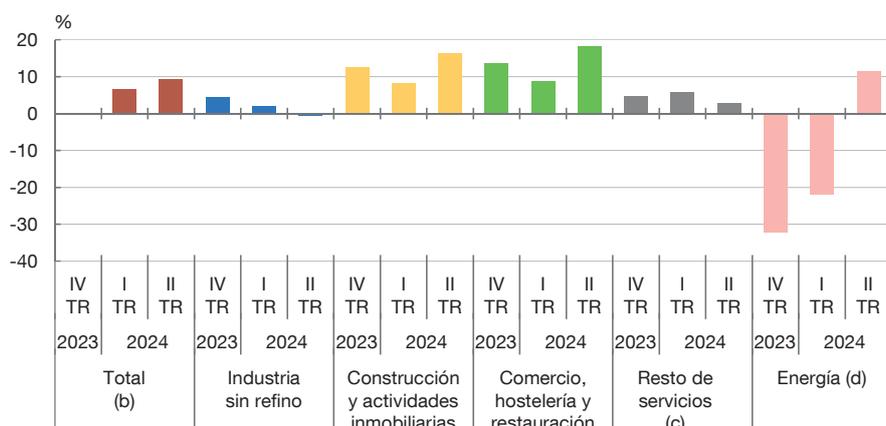
---

<sup>12</sup> El REB se obtiene restándole a la producción (ventas y otros ingresos de explotación) los consumos intermedios (costes de producción y otros gastos de explotación) y los gastos de personal.

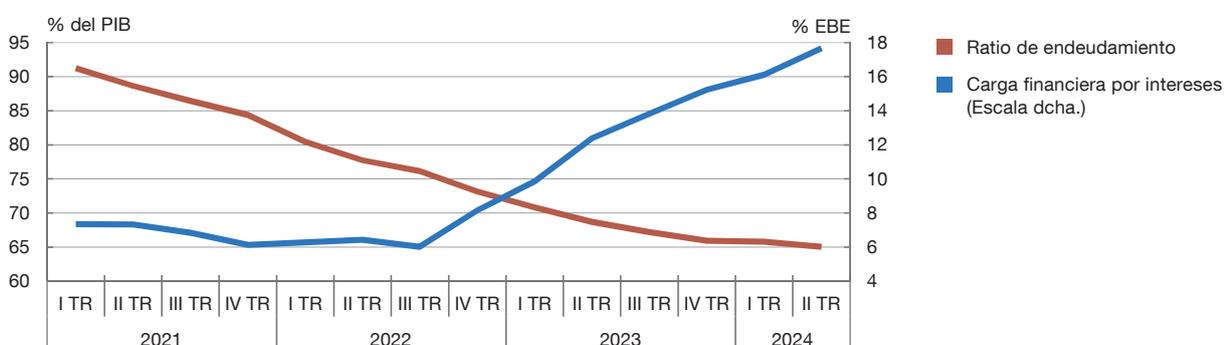
Gráfico 1.7

## La buena marcha de los excedentes empresariales y la atonía de la deuda siguen conteniendo los riesgos asociados a la carga financiera

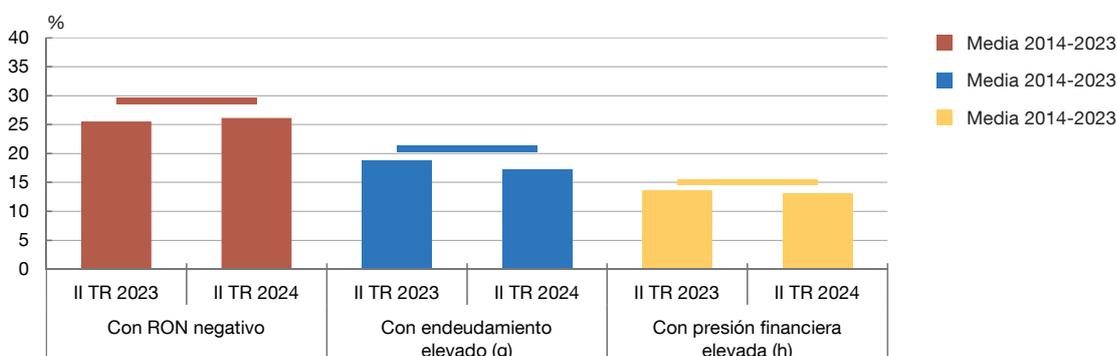
### 1.7.a REB de las sociedades no financieras. Tasas de variación interanual. AEAT y CBT (a)



### 1.7.b Ratio de endeudamiento y carga financiera por intereses (e)



### 1.7.c Porcentaje de empresas vulnerables según la CBT (f)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El REB se obtiene restando a la producción los consumos intermedios y los gastos de personal. Datos desestacionalizados.
- b No incluye los sectores de educación, sanidad, AAPP, actividades recreativas, instituciones financieras y de seguros, y otros servicios. La información proviene de la AEAT, excepto en el caso del sector de suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado y el de coquerías y refino de petróleo, que proviene de la CBT.
- c Incluye transporte y almacenamiento, información y comunicaciones, actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades administrativas y servicios auxiliares.
- d Incluye el sector de la energía, la minería e industria extractiva; energía eléctrica, gas y agua.
- e Los pagos por intereses excluyen la parte asignada a los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) y son datos trimestrales. El EBE es trimestral y está desestacionalizado.
- f Se excluyen los *holdings*.
- g Se clasifican como empresas con endeudamiento elevado aquellas en las que la ratio deuda financiera neta / (REB + ingresos financieros) es mayor de 10 o presentan deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos. La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.
- h Las empresas con presión financiera elevada se aproximan como aquellas cuyos resultados no cubren los gastos financieros.

expectativas de tipos de interés de los mercados<sup>13</sup>. Esta caída se debería tanto a las renovaciones de los préstamos a corto plazo como por la actualización de los tipos de interés de los créditos a tipo variable. Algunas empresas podrían experimentar un aumento del pago por intereses si renovaran los contratos a tipo fijo formalizados antes del último ciclo de endurecimiento de la política monetaria, si bien, según la información de la Central de Información de Riesgos (CIR), estos créditos tienen un peso muy reducido.

**La carga financiera agregada, en relación con los excedentes empresariales, se mantiene en niveles significativamente superiores a los observados antes del último ciclo de endurecimiento monetario.** De acuerdo con la Contabilidad Nacional, la ratio de pagos por intereses sobre el excedente bruto de explotación (EBE) se situó en un 17,7 % en el segundo trimestre del año, 5,3 pp por encima del valor registrado un año antes (véase gráfico 1.7.b). Este nivel está próximo a la media y a la mediana trimestral histórica desde 1999, que se sitúan en el 16 % y 18 %, respectivamente, pero permanece muy por encima de los niveles anteriores al último ciclo de endurecimiento monetario, ubicados alrededor del 7 %.

**Los indicadores de vulnerabilidad empresarial presentaron variaciones reducidas y de distinto signo, manteniéndose en cualquier caso en niveles históricamente bajos.** De acuerdo con los datos de la CBT, que incluyen principalmente empresas medianas y grandes, en el primer semestre de 2024 habría disminuido moderadamente tanto la proporción de empresas con endeudamiento elevado<sup>14</sup> como la de aquellas que no pudieron cubrir los pagos por intereses de su deuda con sus resultados corrientes<sup>15</sup> (empresas con presión financiera elevada; véase gráfico 1.7.c). En cambio, el porcentaje de compañías con resultados corrientes (aproximados por el resultado ordinario neto o RON<sup>16</sup>) negativos habría crecido levemente, unas seis décimas. En todos los casos los niveles de vulnerabilidad se encuentran por debajo del valor medio del período 2014-2023. Por sectores, destaca el de comercio, hostelería y restauración, por ser aquel en el que se redujeron con mayor intensidad los niveles de vulnerabilidad, mientras que, en sentido contrario, en la rama de energía se observó un cierto empeoramiento en los tres indicadores.

### Los hogares

**La renta de los hogares mantuvo un comportamiento expansivo en la primera mitad de 2024, apoyada en la creación de empleo, el crecimiento de los salarios y las rentas de la**

---

13 La metodología utilizada para estos cálculos se explica en el «Recuadro 1. La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas». En Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, segundo semestre 2023, pp. 25-29.

14 Aquellas con una ratio deuda financiera neta / (REB + ingresos financieros) mayor de 10, o con deuda financiera neta (deuda financiera bruta menos los activos líquidos) positiva y resultados nulos o negativos. El umbral de 10 se obtiene bajo el supuesto de que las compañías pueden refinanciar sus deudas mediante un préstamo con un plazo aproximado de 10 años cuyo importe es 10 veces los resultados esperados a largo plazo, a un tipo de interés de mercado y cuya cuota anual es igual a los resultados anuales. Si una empresa toma un préstamo mayor, no podría cubrir la cuota anual con sus resultados.

15 A los efectos de este indicador, los resultados corrientes se calculan sin incluir gastos financieros, obteniéndose como la suma del REB y los ingresos financieros.

16 El RON se obtiene restando al REB los gastos financieros y las amortizaciones y provisiones de explotación, y sumándole los ingresos financieros.

**propiedad.** En el primer semestre del año, el empleo y la remuneración por asalariado aumentaron un 2,3 % y un 5,3 %, respectivamente, en términos interanuales medios. Estas tasas fueron, en cualquier caso, más moderadas que las registradas en los seis meses anteriores. La renta bruta disponible (RBD)<sup>17</sup> real media por hogar<sup>18</sup> ha mostrado un crecimiento interanual medio del 3,8 % (frente al 4,4 % del semestre precedente) y se sitúa un 2,8 % por encima del nivel anterior a la pandemia<sup>19</sup>.

**La mejora de las rentas, junto con una relativa atonía del consumo, se ha traducido en un aumento del ahorro.** La tasa de ahorro ha repuntado hasta el 13,1 % de la RBD en el segundo trimestre de 2024, permaneciendo por séptimo trimestre consecutivo por encima de la media histórica. La encuesta del consumidor de la Comisión Europea indica que la mejora de la capacidad de ahorro ha sido generalizada por cuartiles de renta, pero más intensa en los segmentos de ingresos más altos, para los que se sitúa más claramente por encima de los registros prepandemia (véase gráfico 1.8.a). En cualquier caso, las familias que se encuentran en el cuartil más bajo de renta habrían continuado siendo incapaces de ahorrar.

**El volumen de deuda de las familias aumentó en el segundo trimestre del año, por primera vez desde el verano de 2022, al tiempo que su riqueza bruta continuó incrementándose.** El mayor avance de las rentas, comparado con el incremento de los niveles de deuda, permitió que la ratio de endeudamiento de las familias se redujera 7,9 pp en términos interanuales hasta el 69,9 % de la RBD<sup>20</sup> en el segundo trimestre de 2024, nivel no observado desde 2001 y 14,2 pp inferior al promedio del área del euro (véase gráfico 1.8.b). El dinamismo de los préstamos al consumo, no obstante algo inferior al del propio consumo nominal de los hogares<sup>21</sup>, ha seguido destacando sobre el del resto de los segmentos de crédito. Esta evolución, junto con la reducción del saldo de crédito hipotecario, llevó a que, en junio de 2024, el saldo asociado al crédito al consumo se situara cercano al 15 % del total de la deuda de los hogares, casi 1 pp más que un año antes. Por su parte, la riqueza bruta de las familias creció un 6,5 % interanual en el segundo trimestre de 2024, impulsada fundamentalmente por el avance de los precios de la vivienda.

**La carga financiera de la deuda se ha elevado ligeramente en términos de renta, pero podría empezar a descender durante los próximos meses.** En el conjunto del primer semestre, el pago por intereses de los hogares habría sido todavía superior al del último semestre de 2023 —en un 9,8 %—, si bien el avance de las rentas nominales ha moderado su impacto. La carga por intereses se situó en el 2,9 % de la RBD en el segundo trimestre de 2024, 0,1 pp

17 La RBD incluye la remuneración de asalariados, el excedente bruto de explotación y la renta mixta bruta, las rentas de la propiedad y los impuestos netos pagados (que se detraen). La RBD nominal aumentó un 10 %, en términos interanuales medios, en la primera mitad de 2024.

18 La renta real se calcula ajustando los valores nominales por el deflactor del consumo privado. En junio de 2024, el número de hogares registró un crecimiento interanual del 0,8 %.

19 En términos ajustados de estacionalidad.

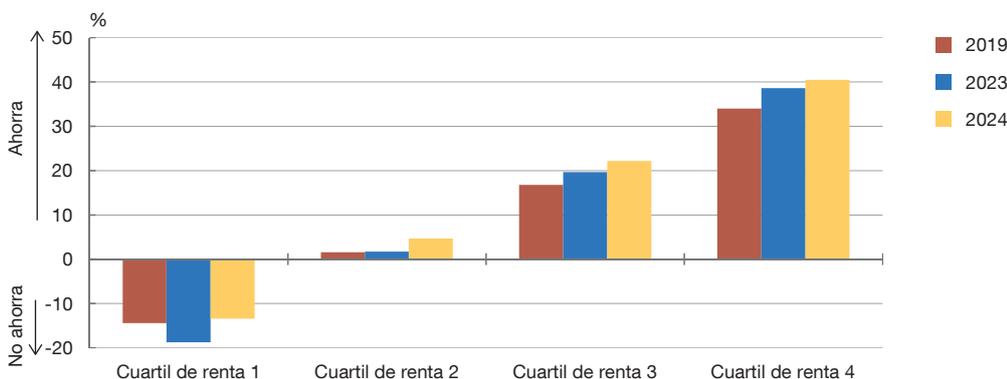
20 El saldo de deuda viva de los hogares se ajusta por estacionalidad.

21 A junio de 2024, el crecimiento interanual del consumo final de los hogares a precios corrientes alcanzaba el 6,7 %, frente al 5,25 % del saldo de crédito al consumo proporcionado por entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito.

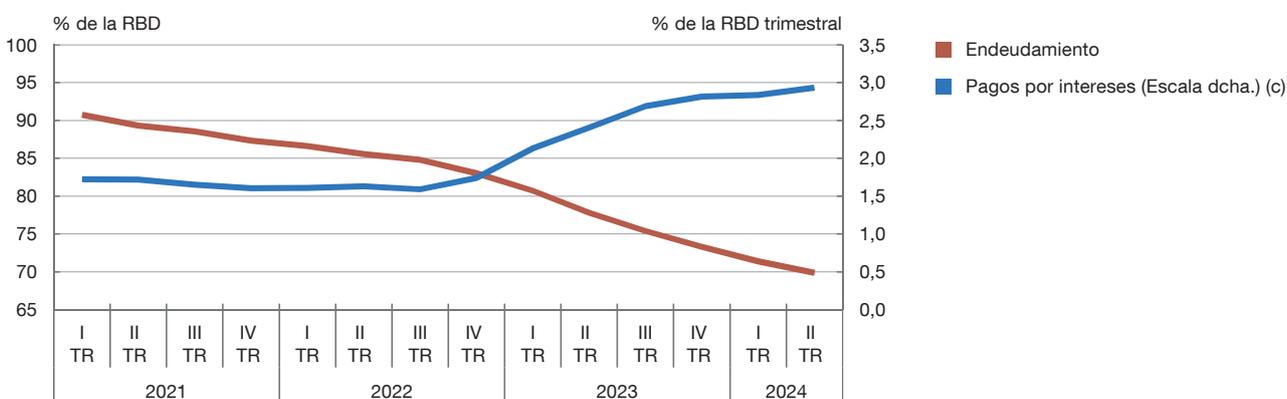
Gráfico 1.8

**La capacidad de ahorro ha mejorado, aunque sigue siendo negativa para los hogares de menor renta, mientras que el peso de la carga financiera sobre la renta ha aumentado ligeramente**

1.8.a Capacidad de ahorro del hogar por niveles de renta. Promedio enero-septiembre (a)



1.8.b Endeudamiento y pagos por intereses (b)



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a La capacidad de ahorro de los hogares se construye en función de la siguiente pregunta: «¿cuál de las siguientes frases es la que mejor describiría la actual situación financiera de su hogar?». Indicador = porcentaje neto ponderado de respuestas positivas menos negativas, es decir, porcentaje de hogares que contestan «estamos ahorrando mucho» x 1 + porcentaje de hogares que contestan «estamos ahorrando un poco» x 1/2 – porcentaje de hogares que contestan «tenemos que recurrir a nuestros ahorros» x 1/2 – porcentaje de hogares que contestan «nos estamos endeudando» x 1.
- b La RBD trimestral, el saldo de deuda y los pagos por intereses están ajustados de estacionalidad.
- c Los pagos por intereses excluyen la parte asignada a los SIFMI, y son datos trimestrales.

más que seis meses antes y 0,5 pp por encima del nivel registrado hace un año (véase gráfico 1.8.b). No obstante, desde mayo el coste medio de la deuda viva de las familias ha comenzado a descender ligeramente y se ha situado en el 4,6 % en agosto, apenas 6 pb menos que en abril. Bajo las actuales expectativas de mercado —que apuntan a una disminución progresiva de los tipos de interés oficiales—, se estima que, hasta el cierre de este año, más de un 40 % del *stock* de hipotecas a tipo variable (las cuales en junio suponían el 48,2 % del *stock* total de hipotecas<sup>22</sup>) verá reducido su coste en más de 50 pb (de las que cerca de tres cuartas partes experimentaría rebajas de más de 100 pb).

<sup>22</sup> Adicionalmente, en esa fecha, un 16,4 % del *stock* de préstamos para la compra de vivienda había sido concedido a un tipo de interés mixto.

### 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

**En los últimos meses, los avances en la reconducción de las finanzas públicas españolas han sido limitados.** El aumento sostenido del gasto público (5,3 % interanual en el primer semestre de 2024) ha amortiguado el impacto positivo del crecimiento de los ingresos (6,4 % interanual), lo que previsiblemente llevará al incumplimiento de la recomendación de la UE a España de contener en 2024 el avance del gasto público neto<sup>23</sup> por debajo del 2,6 %.

**Con todo, se observan mejoras en las magnitudes de déficit y deuda pública en relación con el PIB, favorecidas por la expansión de este último y la revisión al alza de las estimaciones de PIB de años previos.** En los seis primeros meses del año, la ratio de déficit público sobre PIB se ha reducido en 0,2 pp con respecto al cierre de 2023, hasta situarse en el 3,3 % (véase gráfico 1.9.a). Por su parte, la ratio de endeudamiento de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se situaría en junio en el 105,3 % del PIB, 3,5 pp por debajo del nivel registrado doce meses antes, el cual se habría revisado, a su vez, en 2,6 pp a la baja en la última revisión de la Contabilidad Nacional.

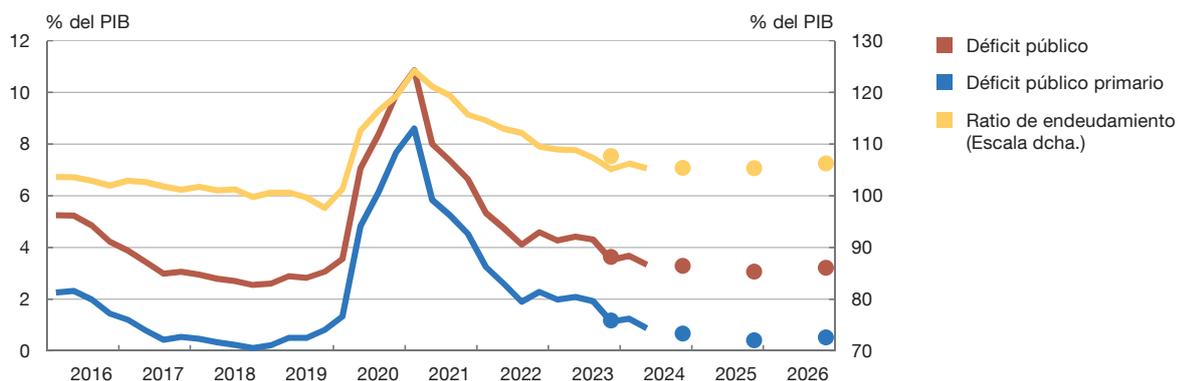
**En este contexto, España continúa situándose en el grupo de países desarrollados que muestran una situación de vulnerabilidad en sus finanzas públicas (véase gráfico 1.9.b).** En ausencia de nuevas medidas de ajuste de ingresos y/o gastos, las reducciones de las ratios de déficit y deuda pública tenderían a agotarse en los próximos años. Esto es resultado del fuerte componente estructural del déficit público español, así como de las presiones futuras al alza en los gastos ligados al envejecimiento, la seguridad o las transiciones energética y digital. Tras la crisis sanitaria asociada al COVID-19 y la crisis energética que provocó la invasión rusa de Ucrania, la economía española ha mostrado una recuperación intensa que ha permitido reducir notablemente el desequilibrio de las cuentas públicas. No obstante, esto ha supuesto únicamente recuperar niveles de déficit similares a los existentes antes de 2020, lo que significa que, en términos estructurales, apenas se ha producido mejora alguna desde entonces. En todo caso, este comportamiento ha sido más positivo que el registrado en otras economías de nuestro entorno, en las que el déficit estructural se habría elevado en este periodo.

**Desde el anterior IEF, el coste medio de la nueva financiación captada por el Tesoro español se ha reducido.** El inicio de las rebajas de tipos de interés oficiales en las principales economías —en particular, en el área del euro— y el mantenimiento de la prima de riesgo de las AAPP españolas en un nivel contenido han permitido que los tipos de emisión de la deuda soberana desciendan ligeramente. Así, el coste efectivo de emisión del Tesoro español durante el tercer trimestre del año ha sido del 3,08 %, frente al 3,44 % registrado de media en 2023 y el 3,3 % en la primera mitad del año en curso.

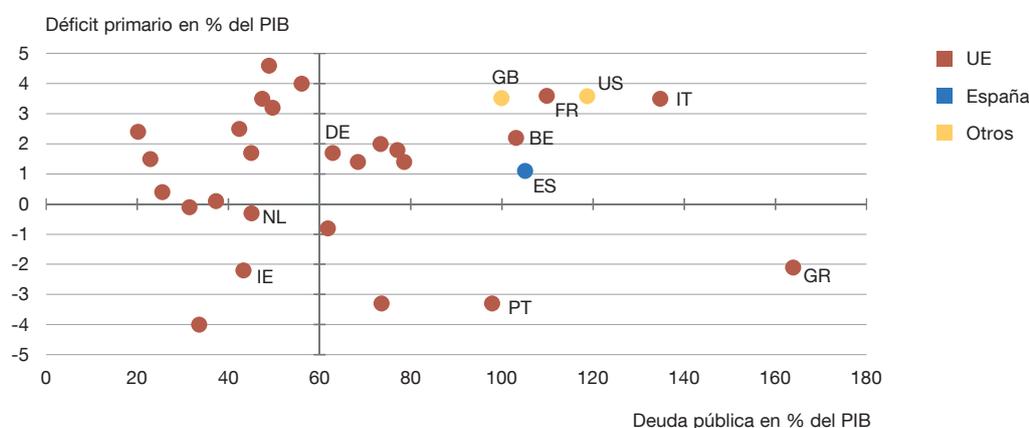
---

<sup>23</sup> La recomendación se define sobre el gasto público excluyendo los pagos por intereses, el componente cíclico del desempleo, los gastos atípicos y los financiados o cofinanciados con fondos europeos. Del incremento resultante, se resta la variación de los ingresos debida a medidas discrecionales de las autoridades.

## 1.9.a Situación patrimonial de las Administraciones Públicas en España (a)



## 1.9.b Comparación internacional (año 2023)



FUENTES: Eurostat, Fondo Monetario Internacional, Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

a Los círculos corresponden a las previsiones del Banco de España publicadas el pasado 17 de septiembre, antes de la revisión de las series de Contabilidad Nacional de la Intervención General de la Administración del Estado y del Instituto Nacional de Estadística. Dicha revisión ha supuesto cambios en los datos de partida de 2023. Las previsiones se realizan bajo el supuesto de que no hay cambios de política económica, por lo que tampoco incorporan el plan fiscal del gobierno anunciado el 15 de octubre.

**No obstante, la carga por intereses continuará elevando el gasto público en los próximos años.** Los mercados anticipan reducciones adicionales en los tipos de interés oficiales, pero se estabilizarían en niveles superiores a los previos al ciclo de endurecimiento monetario. Por tanto, la renovación de la deuda emitida en el período de tipos de interés muy reducidos, con anterioridad a 2022, supondrá un encarecimiento. En concreto, se estima que el coste medio de la deuda viva de las AAPP pasaría del 2,3 % en 2023 al 2,6 % en 2026. La carga por intereses en porcentaje del PIB se elevaría desde el 2,5 % al 2,7 % en esas mismas fechas. No obstante, en un contexto de deuda elevada, un comportamiento más desfavorable (al alza) de los tipos de interés de emisión tendría un impacto adicional apreciable sobre las cuentas públicas.

**La aplicación estricta de las nuevas reglas fiscales de la UE, a partir de 2025, persigue situar la deuda pública de los países más endeudados, como España, en una clara**

**senda descendente.** Eventualmente, esto permitiría a las AAPP españolas recuperar margen de actuación con el que afrontar en el futuro posibles perturbaciones negativas. Asimismo, reduciría la sensibilidad de las cuentas públicas a movimientos en los tipos de interés de mercado. De este modo, disminuirían las vulnerabilidades asociadas a la posición financiera de las AAPP.

**En este contexto, el 15 de octubre, el Gobierno presentó el primer Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP), que plantea un ajuste estructural lineal de 0,4 pp del PIB por año, durante siete años.** Dicho plan debe ser validado por la Comisión Europea a lo largo del mes de noviembre. El ajuste planteado es similar, aunque algo inferior, al estimado como necesario por el Banco de España (0,5 pp) y situaría la deuda pública española en una senda claramente descendente. No obstante, el perfil temporal del Plan contempla mayores restricciones al crecimiento del gasto neto en sus años posteriores, haciéndolo más fácil de cumplir en los primeros años que en los últimos. Esto supone que el Plan no aprovecha la actual coyuntura económica favorable para adelantar el esfuerzo fiscal de forma anticíclica.

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

**Durante el primer semestre de 2024, la posición de inversión internacional (PII) neta deudora<sup>24</sup> continuó reduciéndose en porcentaje del PIB.** Concretamente, en junio se situó en el 46,9%, 7,6 pp por debajo de la registrada en el mismo trimestre de 2023. Dicha contracción volvió a sustentarse en el elevado superávit por cuenta corriente y de capital<sup>25</sup> registrado y en el avance del PIB nominal, factores a los que se sumó el impacto neto positivo de las variaciones de valor de los instrumentos financieros. La deuda externa bruta de España en términos de PIB se redujo en menor medida en el primer semestre. Ello se debió al incremento del saldo vivo de deuda externa (59,5 miles de millones de euros), como reflejo, fundamentalmente, del aumento de las tenencias de no residentes de valores emitidos por las AAPP (41,8 miles de millones de euros). En cambio, la deuda externa<sup>26</sup> del sector bancario se ha reducido ligeramente. El avance del producto nominal permitió que la ratio deuda externa sobre PIB se redujera ligeramente hasta el 162,6% a mediados de 2024.

---

24 La PII neta deudora se define como la diferencia negativa entre los activos financieros de España frente al resto del mundo y los que el resto del mundo tiene frente a España.

25 El saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital refleja la capacidad o necesidad de financiación de la economía frente al exterior. Un elevado superávit se asocia con una elevada capacidad de financiación.

26 La deuda externa bruta incluye los pasivos emitidos por el sector en poder del resto del mundo, con la excepción de los instrumentos de renta variable y los derivados financieros.

**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES**

El multilateralismo que ha regido las relaciones internacionales en las últimas décadas se está viendo obstaculizado, de manera creciente, por cuestiones de carácter geopolítico<sup>1</sup>. Los actuales conflictos en Ucrania y en Oriente Próximo o las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China están afectando a los patrones de comercio e inversión internacionales, con consecuencias económicas que todavía resultan difíciles de calibrar en toda su extensión.

España y la Unión Europea (UE) afrontan este nuevo entorno con economías muy abiertas e integradas en los flujos globales de comercio e inversión. El elevado grado de apertura exterior ha sido uno de los principales motores de crecimiento para las economías europeas en las últimas décadas. Sin embargo, una elevada concentración de las importaciones en unos pocos proveedores externos, que terminará ejerciendo una posición dominante en los aprovisionamientos de determinados productos, puede acabar siendo una fuente de vulnerabilidad frente a perturbaciones

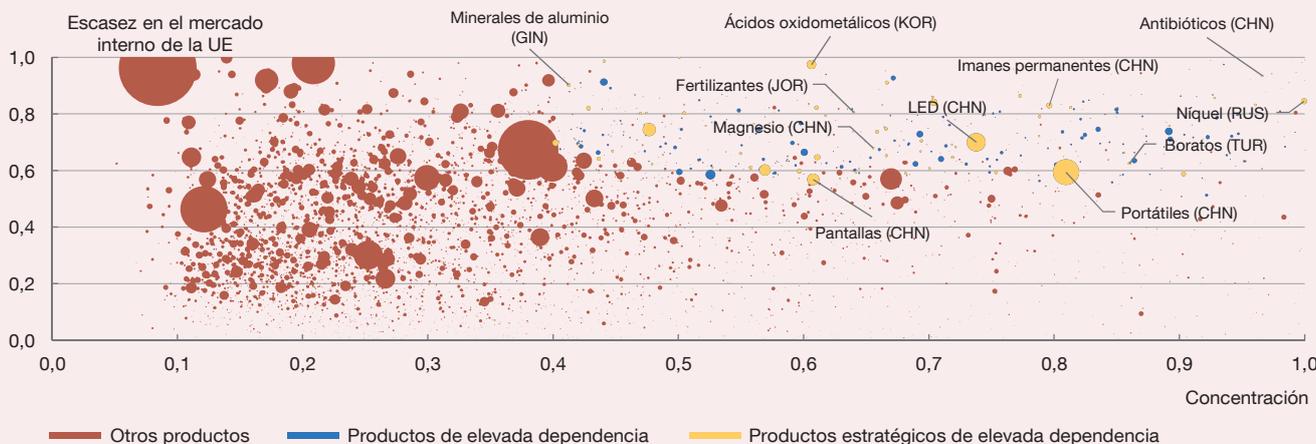
externas, sobre todo en el caso de que se trate de productos difíciles de sustituir.

Además, las tensiones geopolíticas amplifican los riesgos de suministro si llevan a episodios de confrontación que se traducen en sanciones y restricciones al comercio. Un ejemplo reciente es el episodio derivado de la invasión rusa de Ucrania, y los problemas creados por la elevada dependencia del gas natural importado desde ese país a algunos Estados miembros de la UE<sup>2</sup>.

**Dependencia exterior de la UE y España**

Para detectar las vulnerabilidades de la economía europea frente a una potencial materialización de perturbaciones de carácter geopolítico, en el gráfico 1 se aplica la metodología desarrollada por la Comisión Europea<sup>3</sup>, basada en datos de flujos comerciales bilaterales a nivel granular. Esta metodología clasifica un producto como de «elevada dependencia» para la

Gráfico 1  
Dependencias comerciales de la UE (2022) (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de CEPII-BACI.

a Dependencias comerciales de la UE detectadas a través de la metodología de Arjona et al. (2023), basada en datos de flujos comerciales bilaterales a nivel de desagregación HS6. El eje horizontal muestra el índice de concentración y el eje vertical la escasez de cada producto en el mercado interno. El tamaño de la burbuja representa el valor total de las importaciones extra-UE de cada producto. Las burbujas azules identifican los productos de «elevada dependencia». Las burbujas amarillas denotan los productos de elevada dependencia considerados «estratégicos» por la Comisión Europea. Véase la nota al pie 4 para las definiciones. El principal proveedor de algunos productos se señala entre paréntesis. Datos de 2022.

1 Véase Demosthenes Ioannou y Javier J. Pérez (coord.) (2023), "The EU's Open Strategic Autonomy from a central bank perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment", ECB Occasional Paper, 311.  
 2 Véanse Javier Quintana (2022). "Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea", *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, Artículos Analíticos, y Lucía López, Susana Párraga y Daniel Santabárbara (2022), "The pass-through of higher natural gas prices to inflation in the euro area and Spain", *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022.  
 3 Véase Ramón Arjona, William Connell y Cristina Herghelegiu (2023), "An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities", Single Market Economy Papers, WP2023/14.

**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

UE si se cumplen las siguientes condiciones: i) la concentración de sus importaciones provenientes de fuera del área es elevada; ii) es escaso en el mercado único, y iii) las exportaciones europeas de ese mismo producto no son suficientes para sustituir las importaciones extra-UE en la eventualidad de una reducción abrupta de los flujos comerciales<sup>4</sup>.

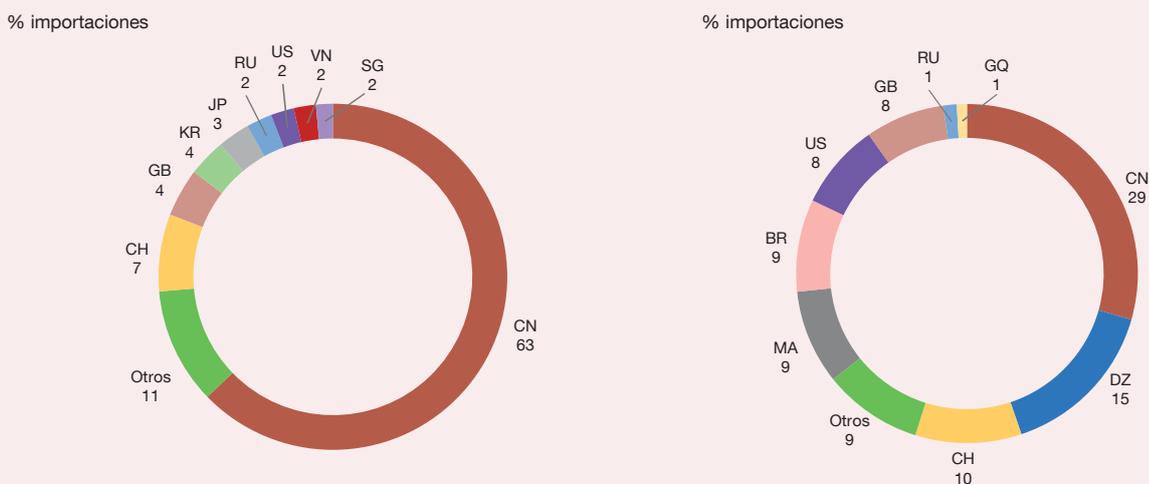
De las 5.400 categorías de bienes importados analizados<sup>5</sup>, 413 pueden considerarse como de elevada dependencia. En el caso de España, este número sería de 459<sup>6</sup>. Algunos de los productos de elevada dependencia pertenecen a categorías consideradas «estratégicas» por la Comisión Europea debido a su relevancia para la defensa, la salud o para la transición ecológica y digital<sup>7</sup>.

Para la UE en su conjunto, China representa el principal exportador del 40 % de estas categorías de bienes

estratégicos de alta dependencia, y suministra el 63 % del valor total de las importaciones europeas (véase el panel izquierdo del gráfico 2). En el caso de las importaciones extracomunitarias de España, China es también el principal proveedor del 37 % de estas categorías de bienes, y suministra el 29 % del valor total de estas importaciones (véase el panel derecho del gráfico 2).

Los bienes estratégicos de elevada dependencia incluyen productos con alto contenido tecnológico, como dispositivos electrónicos portátiles, pantallas, semiconductores e imanes permanentes, así como materias primas consideradas críticas o estratégicas por su importancia económica y por la dificultad de hacer provisión de ellas, como el aluminio, el borato y el magnesio. Cabe destacar que el 70 % de las importaciones de la UE y más del 45 % de las importaciones extra-UE de España de estos bienes provienen de países que suelen

Gráfico 2  
Productos estratégicos de elevada dependencia de la UE (izda.) y de España (dcha.) (2022) (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de CEPII-BACI.

a Porcentaje de las importaciones de fuera de la UE de productos estratégicos de elevada dependencia proveniente de cada socio comercial.

4 La concentración de las importaciones se mide a través del índice Herfindahl-Hirschman; la escasez en el mercado interno, a través de la ratio entre importaciones extra-UE e importaciones totales; la baja sustituibilidad entre importaciones y exportaciones, a través de la ratio entre importaciones extra-UE y exportaciones totales de la UE. Se ordenan además los productos basado en el ranking promedio de los tres indicadores. Un producto se considera de elevada dependencia si sobrepasa unos umbrales predefinidos para los tres indicadores, y además pertenece a los productos cuyo ranking promedio se sitúa en el 10 % más elevado de la distribución.

5 En el gráfico 1 se utilizan datos de flujos comerciales bilaterales en valor a nivel de seis dígitos del Sistema Armonizado (HS), provenientes de la base de datos CEPII-BACI. Véase Guillaume Gaulier y Soledad Zignago (2010), "BACI: International Trade Database at the Product-Level. The 1994-2007 Version", CEPII Working Paper, 2010-23.

6 Dado el enfoque del análisis de dependencias comerciales y vulnerabilidades, para el análisis de España se tienen en cuenta solo las importaciones extra-UE, considerando las importaciones intra-UE menos sujetas a riesgos de interrupciones en el suministro.

7 Véase nota 3.

**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

adoptar posicionamientos diferentes a la UE en cuestiones geopolíticas<sup>8</sup>, lo que puede incrementar la vulnerabilidad de las importaciones ante perturbaciones de estas características (véase gráfico 3)<sup>9</sup>.

**Importaciones energéticas de la UE y transición ecológica**

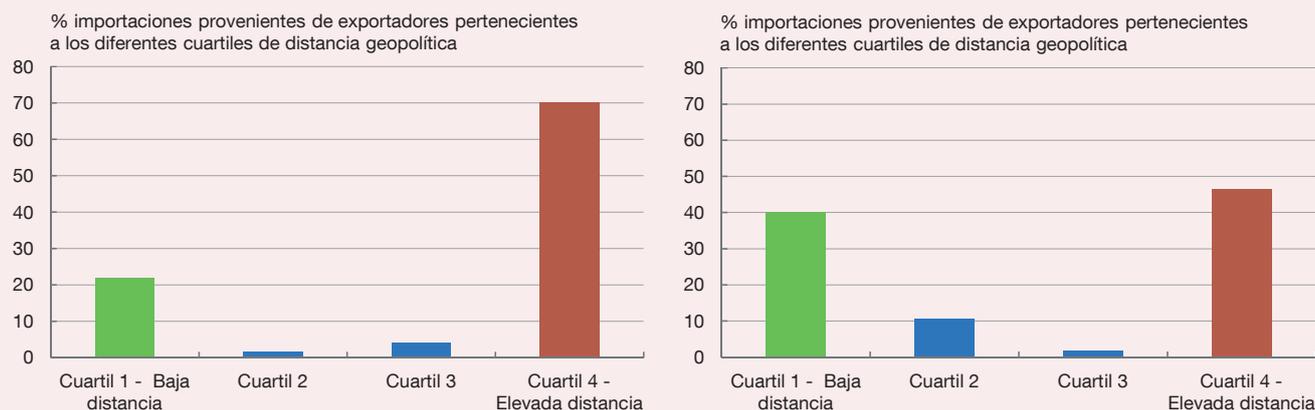
Un caso particular de dependencia es la que deriva de los productos energéticos. Como se evidenció con ocasión de la invasión rusa de Ucrania en 2022, las restricciones a la provisión de productos energéticos pueden ocasionar incrementos muy acusados en su precio, con implicaciones importantes para la competitividad de las empresas europeas<sup>10</sup>.

En 2022, el 63 % de la energía disponible en la UE dependía de importaciones netas de productos

energéticos, en particular del petróleo y sus derivados y del gas natural<sup>11</sup>. Además, los principales cuatro productos energéticos importados —petróleo crudo, gas natural, tanto licuado como en estado gaseoso, y carbón de hulla— son relativamente escasos en el mercado interno, y difíciles de sustituir<sup>12</sup>. Sin embargo, su aprovisionamiento no se encuentra particularmente concentrado. Por ejemplo, en 2022, la UE importaba crudo de 35 socios comerciales. El máximo proveedor a esta fecha —Rusia— se sitúa lejos, en términos geopolíticos, con respecto a la UE, y representaba el 19 % de las importaciones totales. Del total de estos 35 países proveedores de crudo, 15 —que representan el 41 % de las importaciones— podían clasificarse como cercanos a la UE o neutros en términos geopolíticos.

Dentro de las importaciones desde fuera de la UE de productos energéticos de España, destaca la

Gráfico 3  
Distancia geopolítica de los principales proveedores de productos estratégicos de alta dependencia en la UE (izda.) y en España (dcha.) (a)



FUENTES: Banco de España, a partir de CEPII-BACI y Bailey *et al.* (2017).

a Porcentaje de importaciones extracomunitarias de productos estratégicos de elevada dependencia provenientes de exportadores pertenecientes a los diferentes cuartiles del índice de distancia geopolítica de Bailey *et al.* (2017). Véase la nota 8 para la definición del índice. Un bajo (alto) valor denota una baja (elevada) distancia geopolítica entre el exportador de un producto y la UE/España. Los datos del índice de distancia geopolítica se refieren al promedio 2018-2022.

8 Basado en los cuartiles de la distribución del índice de distancia geopolítica de Michael A. Bailey, Anton Strezhnev y Erik Voeten (2017), "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data", *The Journal of Conflict Resolution*, 61(2), pp. 430-456, construido usando datos relativos a las votaciones de los distintos países en las resoluciones de las Naciones Unidas sobre derechos humanos. Este indicador se utiliza frecuentemente en la literatura como variable proxy de «distancia geopolítica» entre países.

9 La diferencia en los dos porcentajes se debe a la mayor relevancia para España de proveedores como Brasil y Marruecos, y también a las mayores cuotas de Estados Unidos y el Reino Unido, países relativamente cercanos desde el punto de vista geopolítico.

10 Véase Banco de España (2023), "Capítulo 4. España y la Unión Europea frente a la crisis energética; ajuste a corto plazo y retos pendientes", *Informe Anual 2022*.

11 Basado en datos de Eurostat. La energía nuclear, la derivada de fuentes renovables y los biocombustibles se consideran energía de producción doméstica.

12 Dados los problemas de infradeclaración que afectan a los flujos comerciales transfronterizos de productos energéticos (Cecilia Bellora, Pierre Cotterlaz y Malte Thie (2022), "Trade datasets are not the right starting point to discuss trade in natural gas", CEPII blog), para este análisis se usa la base de datos NRG Eurostat, que reconstruye esta información con datos proporcionados por ministerios y agencias nacionales especializados en energía.

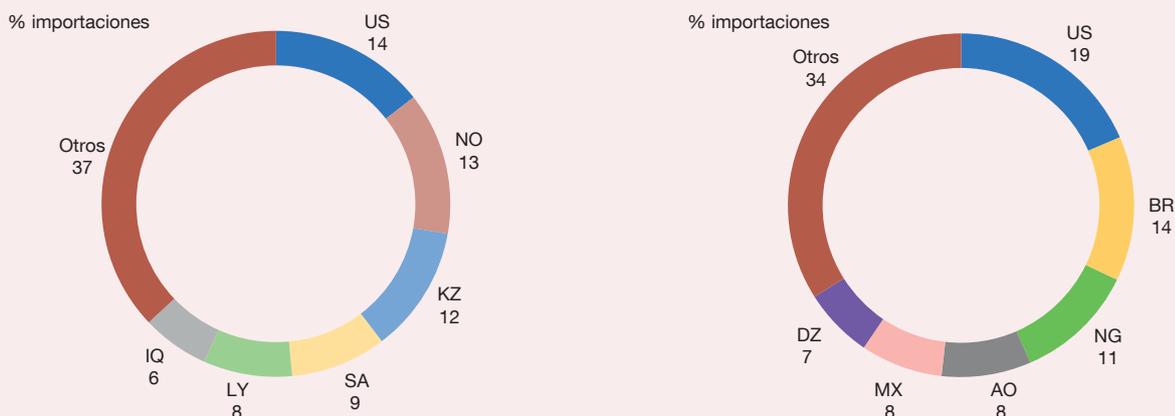
**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

concentración de las de gas natural gaseoso (proveniente en la práctica totalidad de Argelia) y de gases licuados del petróleo (provenientes en casi un 60 % de Estados Unidos y en más de un 35 % de Argelia).

Cabe destacar también que datos más recientes proporcionados por Eurostat para algunos productos seleccionados<sup>13</sup> muestran que las sanciones impuestas por la Comisión Europea a Rusia a finales de 2022 y principios de 2023 habrían alterado los patrones de dependencia

energética de la UE con respecto a este país proveedor. Así, en el segundo trimestre de 2024, Rusia ya no se presentaba como el principal exportador ni de gas natural gaseoso (reemplazada por Noruega y Argelia), ni de aceites crudos del petróleo<sup>14</sup> (sustituida por Estados Unidos y Noruega), ni de carbón (relevada por Australia y Estados Unidos). Como resultado, las importaciones de productos energéticos de la UE se habrían reorientado hacia proveedores más cercanos desde el punto de vista geopolítico (véanse los paneles izquierdos de los gráficos 4 a 6).

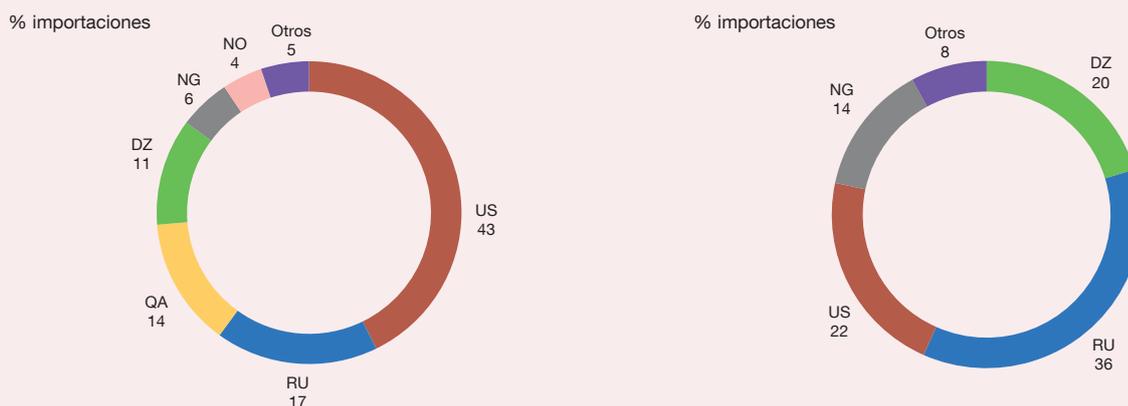
Gráfico 4 Principales proveedores de aceites crudos del petróleo para la UE (izda.) y España (dcha.) (II TR 2024) (a)



FUENTES: Banco de España, a partir de estimaciones de Eurostat (para la UE) y Eurostat-Comext (para España).

a Cuota de aceites crudos del petróleo proporcionada a la UE y a España por los distintos proveedores extracomunitarios, en el segundo trimestre de 2024. La categoría «Otros» incluye productores como Nigeria, Brasil, Reino Unido y Rusia, en el caso de la UE, y exportadores como Libia, Arabia Saudí y Noruega, en el caso de España.

Gráfico 5 Principales proveedores de gas natural licuado para la UE (izda.) y España (dcha.) (II TR 2024) (a)



FUENTES: Banco de España, a partir de estimaciones de Eurostat (para la UE) y Cores (para España).

a Cuota de gas natural licuado proporcionada a la UE y a España por los distintos proveedores extracomunitarios en el segundo trimestre de 2024.

13 Los datos disponibles son relativos a unos proveedores seleccionados y no permiten calcular los índices de concentración, escasez y sustituibilidad.

14 Los productos considerados en las estadísticas de la Comisión Europea se refieren a aceites de petróleo obtenidos a partir de condensados de gas natural, a aceites crudos de petróleo y obtenidos de minerales bituminosos.

**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

Sin embargo, este no es el caso de España. Entre 2022 y el segundo trimestre de 2024, la cuota de Rusia en las importaciones extra-UE de gas natural licuado de España ha aumentado del 18 % al 36 %, y la de Argelia, del 1 % al 20 %, mientras que la cuota de Estados Unidos se ha reducido del 40 % al 20 %. Considerando las importaciones de fuera de la UE de gas, tanto gaseoso como licuado, Rusia ha pasado de ser el cuarto proveedor en 2022 a ser el segundo detrás de Argelia en los primeros ocho meses de 2024. Cabe destacar que también las importaciones de gas natural licuado de la UE provenientes de Rusia se han incrementado en 2024, pues la cuota de este proveedor ha pasado del 14 % observado en 2022 al 17 % en el segundo trimestre de 2024. En todo caso, conviene señalar que este incremento en el peso de las importaciones de gas natural desde Rusia se debe, en parte, al aumento de la demanda de gas natural licuado y a la disponibilidad de capacidad no utilizada en plantas regasificadoras en algunos países, como España, que permiten operar con flexibilidad en función de las condiciones de la oferta y la demanda.

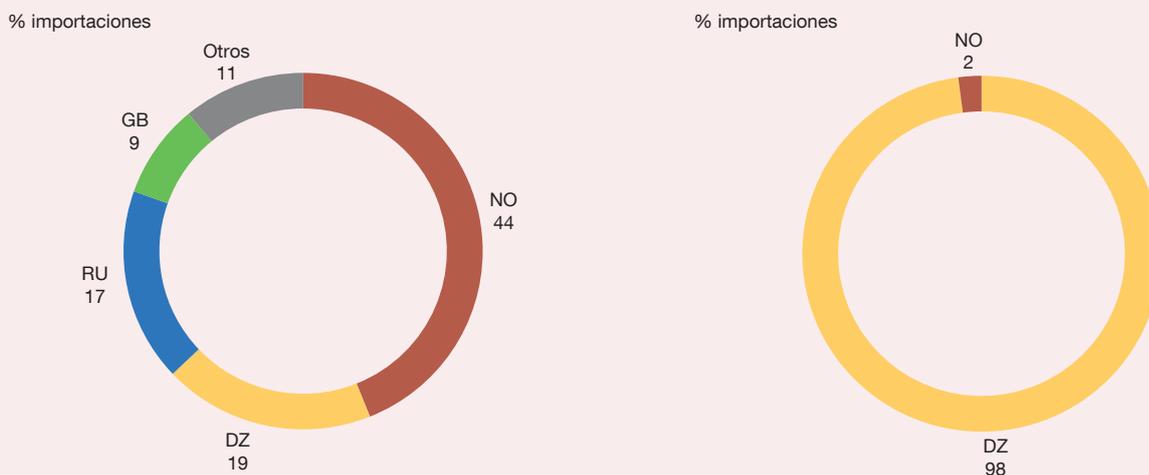
La elevada dependencia energética externa es uno de los factores por los cuales se estima que en el medio

plazo los precios de la energía en la UE se seguirán situando en niveles más altos que los de otros actores globales, como Estados Unidos<sup>15</sup>. De cara al futuro, esta dependencia energética se verá previsiblemente aliviada con la transición ecológica, ya que la sustitución de combustibles fósiles por energía limpia podría llegar a reducir la cuota importada del consumo de energía europeo. En las últimas décadas, las empresas europeas han impulsado el desarrollo de las tecnologías necesarias para esta transición, siendo responsables de casi un tercio de las patentes globales relacionadas con fuentes de energía «verdes». Sin embargo, en algunos sectores clave, como el de la energía solar, China controla actualmente la mayoría del mercado en varias etapas de la cadena productiva<sup>16</sup>.

**Análisis de la exposición de las empresas europeas a importaciones de China**

Dada la importancia de China como principal socio comercial para la economía europea, el Banco de España y los bancos centrales de Italia y Alemania han realizado una encuesta armonizada a las empresas de sus respectivos países, para entender mejor el grado de dependencia de estas frente a los insumos provenientes

Gráfico 6 Principales proveedores de gas natural gaseoso para la UE (izda.) y España (dcha.) (II TR 2024) (a)



FUENTES: Banco de España, a partir de estimaciones de Eurostat (para la UE) y Cores (para España).

a Cuota de gas natural licuado proporcionada a la UE y a España por los distintos proveedores extracomunitarios en el segundo trimestre de 2024.

15 Véanse Agencia Internacional de la Energía (2023), "Electricity Market Report Update Outlook for 2023 and 2024", y Agencia Internacional de la Energía (2023), "Medium-Term Gas Report 2023".

16 Véase Agencia Internacional de la Energía (2022), "Special Report on Solar PV Global Supply Chains".

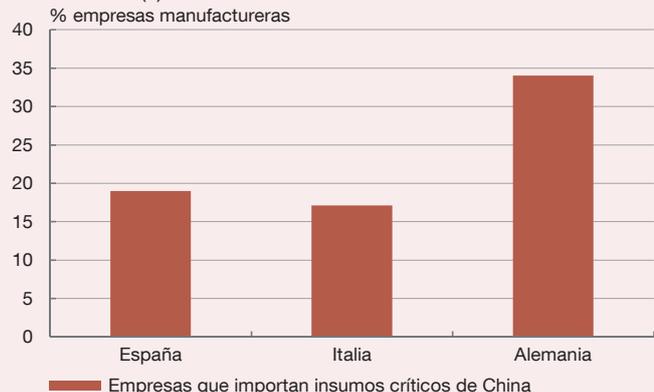
**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

de aquel país<sup>17</sup>. En particular, la encuesta incide en el concepto de dependencia de «insumos críticos», es decir, aquellos inputs para los que la actividad de una empresa se vería afectada sustancialmente en caso de una interrupción abrupta en el suministro.

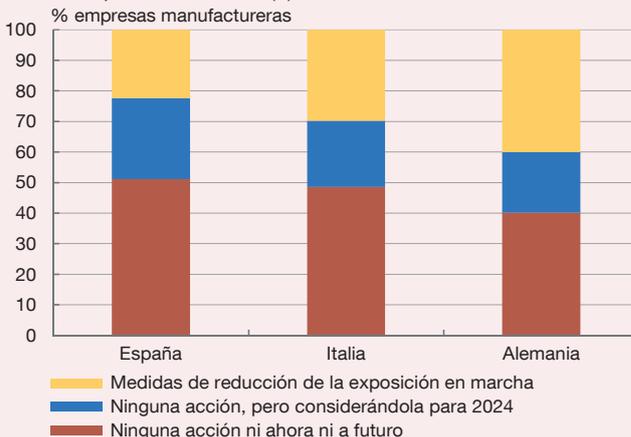
Los resultados de esta encuesta revelan que en torno al 20 % de las empresas manufactureras españolas e italianas y algo más de un tercio de las alemanas importan inputs críticos de China (véase gráfico 7.a), y la gran mayoría de ellas declara que sería difícil o muy

Gráfico 7  
Exposición de las empresas manufactureras europeas a China

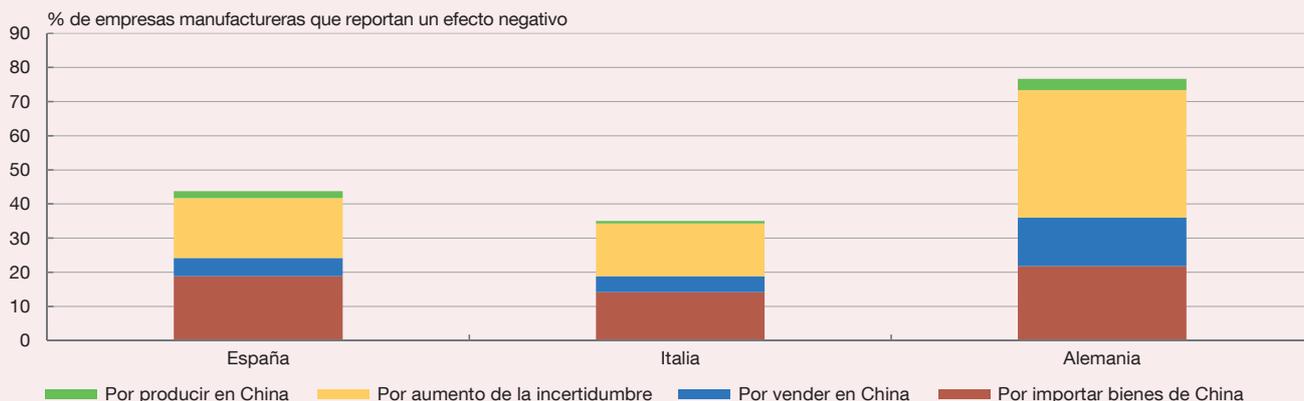
7.a Empresas manufactureras que importan insumos críticos de China (a)



7.b Respuestas de las empresas manufactureras para reducir su exposición a China (b)



7.c Impacto de un potencial aumento de las tensiones comerciales entre China y Occidente (c)



FUENTES: Banco de España, Banca d'Italia, Bundesbank y Balteanu *et al.* (2024).

- a Empresas manufactureras de más de 20 empleados. Los insumos críticos son aquellos insumos sin los que una parte relevante del proceso de producción no se podría llevar a cabo, o sufriría retrasos significativos, o se reduciría en la calidad de los bienes/servicios ofrecidos. Las respuestas se ponderan para obtener resultados representativos para la población de empresas del respectivo país.
- b Respuestas de las empresas a la pregunta «Si su empresa importa bienes intermedios críticos de China, ¿ha adoptado medidas o está a punto de adoptarlas para reducir la dependencia de importaciones de bienes críticos procedentes de China?» Posibles respuestas: 1 «No, no se ha adoptado y no está planeado adoptar ninguna medida»; 2 «No se ha adoptado pero está previsto adoptar alguna medida en los próximos 12 meses»; 3 «Sí, se han sustituido por bienes intermedios producidos en España o por producción propia»; 4 «Sí, se han sustituido por bienes intermedios producidos en otros países de la UE»; 5 «Sí, se han sustituido por bienes intermedios producidos en otros países no pertenecientes a la UE» y 6 «Sí, se han adoptado otro tipo de medidas diferentes de las anteriores para reducir la dependencia de bienes procedentes de China». Se incluyen solo empresas manufactureras con más de 20 empleados.
- c Respuestas de las empresas a la pregunta «¿Cómo cree que afectaría a su empresa un aumento de las tensiones entre China y los países occidentales (incluyendo la UE) en los próximos meses, que pudieran resultar en la imposición de nuevos aranceles, medidas no-arancelarias o en restricciones de flujos de inversión extranjera?». Posibles respuestas: 1 «Sin efectos significativos»; 2 «Positivamente»; 3 «Negativamente, porque nuestra empresa utiliza bienes intermedios provenientes de China»; 4 «Negativamente, porque nuestra empresa vende (directamente o a través de intermediarios) productos y servicios a empresas o consumidores en China»; 5 «Negativamente, porque parte de la producción de nuestra empresa/grupo está ubicada en China» y 6 «Negativamente, por el aumento de la incertidumbre en torno a los futuros desarrollos económicos». Empresas manufactureras de más de 20 empleados.

17 Véanse Irina Balteanu, Marco Bottone, Alejandro Fernández-Cerezo, Demosthenes Ioannou, Ambre Kutten, Michele Mancini, Richard Morris (2024), "European firms facing geopolitical risk: Evidence from recent Eurosystem surveys", VoxEU, e Irina Balteanu, Alejandro Fernández-Cerezo y Javier Quintana (2024), "La exposición de las empresas españolas a la importación de insumos críticos de China: un análisis basado en encuestas", Boletín Económico - Banco de España, 2024/T4.

**RIESGOS GEOPOLÍTICOS SOBRE LOS FLUJOS COMERCIALES INTERNACIONALES (cont.)**

difícil sustituirlos. Sin embargo, en España solo el 22 % de estas empresas han tomado ya medidas concretas para reducir su dependencia, frente al 30 % de las empresas italianas y el 40 % de las alemanas (véase gráfico 7.b).

Una potencial escalada de tensiones comerciales entre Occidente y China afectaría negativamente a partes sustanciales de la economía: a alrededor del 40 % de las empresas españolas e italianas y a un 75 % de las alemanas (véase gráfico 7.c). Más allá de los habituales canales comerciales, destaca la relevancia del canal de la incertidumbre, que actúa como mecanismo amplificador de eventuales perturbaciones geopolíticas al resto de la economía<sup>18</sup>. Si bien el mundo sigue ampliamente conectado por importantes flujos comerciales y financieros, comienzan a contemplarse, como se trasluce del análisis anterior, distintos escenarios de riesgo con una mayor fragmentación comercial a escala global.

En concreto, un aumento en las tensiones geopolíticas que encarezca el comercio entre China y la UE podría tener un impacto notable en las perspectivas económicas europeas<sup>19</sup>. Además del efecto negativo sobre la demanda por la reducción de las exportaciones, la fragmentación comercial conllevaría un aumento acusado de los costes de producción. Este efecto negativo sobre la oferta ocurriría no solo por el mayor coste de los insumos intermedios, sino también por el encarecimiento de los bienes de capital.

En el corto plazo, los efectos negativos provendrían principalmente del aumento del coste de los insumos intermedios, la dificultad para sustituir proveedores y los spillovers derivados de la propagación de estas perturbaciones a través de las redes de producción. Este impacto se iría atenuando a medida que los productores europeos aumentan su capacidad para sustituir a los proveedores chinos. Por otro lado, el aumento de los costes de los bienes de capital tenderá a reducir la inversión de forma permanente, con efectos más persistentes sobre la actividad.

**Consideraciones adicionales**

Por último, es importante advertir que los riesgos geopolíticos pueden transmitirse también a través de canales de naturaleza financiera, más allá de los canales comerciales destacados en este recuadro. Así, por ejemplo, un aumento de la aversión al riesgo como resultado de un evento geopolítico adverso podría traducirse en ajustes bruscos de los precios de los activos, cambios en los flujos de capital y ampliación de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana<sup>20</sup>. En este mismo sentido, cabe mencionar los riesgos a la seguridad de las entidades e infraestructuras financieras críticas, por los riesgos físicos asociados a los conflictos, o ciberamenazas, así como aquellos relacionados con la fragmentación de los sistemas de pago internacionales.

18 Esto es coherente con la literatura que vincula tensiones geopolíticas, incertidumbre y actividad económica. Véanse, por ejemplo, Dario Caldara y Matteo Iacoviello (2022), "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, 112(4), pp. 1194-1225 o Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). «Measuring Economic Policy Uncertainty». *The Quarterly Journal of Economics*, *Volume 131*, Issue 4. Pp. 1593-1636.

19 Véase Javier Quintana (2024), "The dynamics of trade fragmentation: a network approach", Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima aparición, para un análisis de los efectos dinámicos sobre la actividad económica del área del euro de un aumento de los costes del comercio entre China y los países de la OCDE, tanto en un escenario moderado en el que los flujos comerciales entre bloques opuestos acaban por reducirse en largo plazo en alrededor del 50 % como en un escenario severo donde el comercio entre bloques prácticamente desaparece en el lapso de una década.

20 Existe evidencia empírica que apunta a que los bancos privados, expuestos a un aumento de la incertidumbre comercial a través de sus clientes exportadores y/o importadores, tienden a reducir los préstamos y a endurecer sus condiciones de financiación para toda la economía, incluso para las empresas no expuestas directamente a las tensiones comerciales. Véase, por ejemplo, Ricardo Correa, Julian di Giovanni, Lisa S. Goldberg y Camelia Minoiu (2023), "Trade Uncertainty and U.S. Bank Lending", CEPR Discussion Paper, 18631

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS**

El rápido avance tecnológico de los últimos años, asociado de manera especial a la digitalización y al desarrollo de modelos de inteligencia artificial (IA) generativa, ha suscitado en numerosas empresas un gran interés por adoptar las nuevas tecnologías en sus procesos productivos. En particular, la IA puede aumentar su productividad mediante la automatización de tareas rutinarias y su complementariedad con las habilidades de los trabajadores a la hora de completar tareas complejas, procurando así mejoras en la eficiencia de los procesos y mayores posibilidades para la innovación en los productos<sup>1</sup>.

Estos desarrollos han supuesto un fuerte impulso de las oportunidades de negocio y las expectativas de beneficios para las empresas que ofrecen productos y servicios vinculados con las nuevas tecnologías. Las principales empresas globales que llevan a cabo estas actividades se localizan en Estados Unidos y sus acciones cotizan en las bolsas de este país.

Ante las favorables expectativas de beneficios, las cotizaciones de las acciones de estas compañías han experimentado una fuerte subida durante los últimos

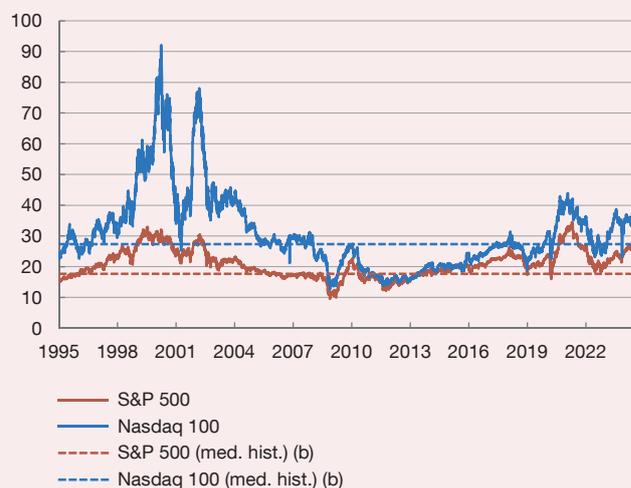
años. Así, desde principios de 2019, el índice Nasdaq 100, en el que se incluyen las acciones de las principales empresas tecnológicas de Estados Unidos, acumula una ganancia superior al 220%, frente a un aumento del 132 % del índice general S&P 500 (véase gráfico 1). Los precios de las acciones de algunas de estas empresas, como Nvidia y Tesla, han mostrado aumentos particularmente elevados, con una revalorización durante este mismo período del 4.110 % y el 1.083 %, respectivamente.

Esta evolución ha situado las ratios de valoración de los mercados bursátiles en niveles históricamente elevados. Por ejemplo, la *Price-to-Earnings Ratio* (también conocida como ratio PER), que se calcula como la ratio entre el precio de la acción y los beneficios por acción de la empresa, se sitúa actualmente por encima de su media histórica tanto en el caso del S&P 500 como en el del Nasdaq 100 (véase gráfico 2). Estas valoraciones reflejan la expectativa de los mercados de que estas empresas podrían generar en el futuro beneficios mucho más altos que los actuales, al anticipar un elevado poder transformador por parte de las nuevas tecnologías y una elevada capacidad de estas empresas para apropiarse de esos beneficios.

Gráfico 1  
Índices bursátiles de EEUU



Gráfico 2  
PER de las bolsas de EEUU (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a La *Price-to-Earnings Ratio* (PER) recoge la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción.  
b Media histórica desde 1973.

1 Para una discusión en más detalle de los desarrollos de la IA y de sus implicaciones macroeconómicas y para el sector financiero, véase, por ejemplo, el capítulo 3 de BIS. (2024). *Annual Economic Report*.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

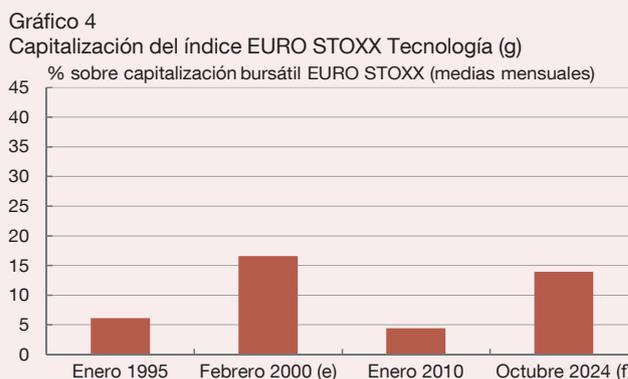
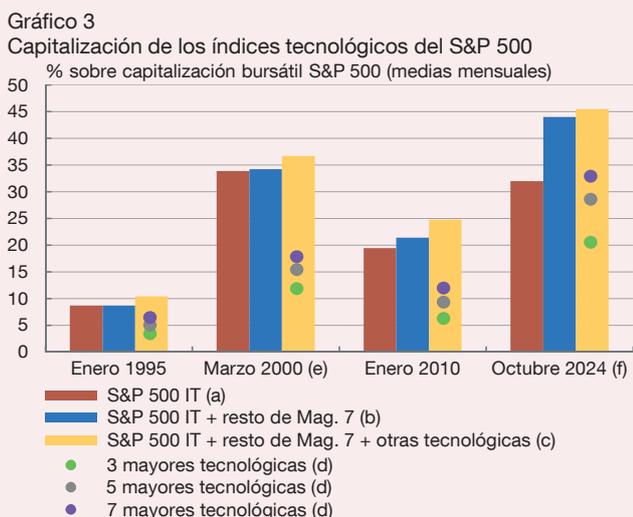
El fuerte aumento de los precios de las acciones de las empresas tecnológicas ha hecho elevar significativamente su peso en los índices generales de las bolsas de Estados Unidos. Así, por ejemplo, en el S&P 500 se sitúa entre el 32 % y el 45 %, dependiendo de las empresas consideradas (véase gráfico 3). En cambio, en los mercados europeos su peso es considerablemente inferior: en torno al 14 % en el caso del índice EURO STOXX (véase gráfico 4). En valores absolutos, la capitalización bursátil del índice tecnológico del S&P 500 es muy superior<sup>2</sup>, suponiendo a finales de octubre en torno a 29 veces la capitalización del sector tecnológico del EURO STOXX.

Esta situación de las empresas tecnológicas guarda algunas similitudes con el episodio global registrado a principios de los 2000 y conocido como «burbuja punto-com». En dicho período se produjo también un fuerte avance de las cotizaciones bursátiles de las empresas

tecnológicas, significativamente superior al del resto de sectores económicos. El índice Nasdaq 100 creció en un 716 % desde principios de 1996 hasta el pico de la burbuja en marzo del 2000, frente al avance del 147 % del S&P 500 (véase gráfico 5)<sup>3</sup>.

El optimismo sobre el potencial transformador de internet apoyó la revalorización de las acciones de las empresas tecnológicas, de modo que el PER del índice Nasdaq 100 llegó a alcanzar máximos históricos a principios del año 2000 (véase gráfico 2). Sin embargo, estas elevadas valoraciones se mostraron insostenibles y los principales índices tecnológicos registraron una corrección abrupta a escala global: entre marzo de 2000 y finales de 2002, el índice Nasdaq 100 perdió un 79 % de su valor<sup>4</sup>.

El impacto de esta corrección en la economía estadounidense fue relativamente contenido, apoyado por



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Índice S&P 500 Tecnología de la Información (IT), integrado por 67 empresas. Incluye 3 empresas *Magnificent 7* (Microsoft, Apple y, desde marzo de 2000, Nvidia).
- b Índice S&P 500 IT + resto de *Magnificent 7*: incluye desde marzo de 2000 a Amazon y a Alphabet y, desde septiembre de 2024, a Meta y a Tesla.
- c Índice S&P 500 IT + resto de *Magnificent 7* (véase nota b) + algunas de las empresas relacionadas con la tecnología más relevantes en el período punto-com (ATT, Automatic Data Proc, Comcast, Ebay, Electronic Arts, Jack Henry & Associates, SBA Comms. y Verizon).
- d Porcentaje de capitalización bursátil de las tres, cinco y siete mayores empresas tecnológicas del agregado amplio mostrado en la nota c anterior.
- e Mes del año 2000 en el que, en términos medios, los porcentajes de capitalización del sector tecnológico del S&P 500 y del EURO STOXX sobre el índice general alcanzaron su valor máximo (marzo de 2000 y febrero de 2000, respectivamente).
- f Media mensual hasta el 28.10.2024.
- g Índice EURO STOXX Tecnología, integrado por 20 empresas.

2 Se considera el índice S&P 500 Tecnología de la Información junto con el resto de *Magnificent Seven* no incluidas en él (véase nota b del gráfico 3).  
 3 El índice Nasdaq 100 alcanzó su máximo el 27 de marzo del 2000. No existe un consenso acerca de cuándo comenzó el episodio punto-com. La revalorización de este índice desde principios de 1990 hasta el pico de la burbuja fue del 2.002 % y, usando como inicio el año 1998, del 375 %. Para más detalles, véase DeLong, J. Bradford, y Konstantin Magin. (2006). "A Short Note on the Size of the Dot-Com Bubble". NBER Working Papers, 12011, National Bureau of Economic Research.  
 4 La corrección en los índices europeos de carácter más tecnológico también fue severa. Por ejemplo, el índice NEMAX 50 alemán registró un descenso superior al 90 % y fue descontinuado en años posteriores. Véase Quinn, William, y John D. Turner. (2020). "Chapter 9. The Dot-Com Bubble". En *Boom and Bust: A Global History of Financial Bubbles*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 152-169.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

el reducido nivel de endeudamiento del sector, la limitada exposición del sector financiero a las empresas vinculadas a internet y la concentración de las tenencias de acciones en las rentas más altas, lo que habría contribuido a moderar la caída de la demanda agregada<sup>5</sup>. Aun así, la corrección de las cotizaciones de las acciones de las empresas tecnológicas habría favorecido, junto a otros factores, a que la economía de Estados Unidos experimentase una recesión leve entre marzo y noviembre de 2001<sup>6</sup>, alcanzando la tasa de desempleo un 5,5 %. Por su parte, los países del área del euro experimentaron en el año 2001 una desaceleración económica significativa que afectó de forma más intensa a los países del centro de la región<sup>7</sup>.

Aunque la situación en bolsa de las empresas tecnológicas de Estados Unidos comparte algunas características con el episodio de la burbuja punto-com, también existen diferencias relevantes. En primer lugar, como evidencia el gráfico 2, si bien la ratio PER del índice Nasdaq 100 ha aumentado —con oscilaciones— en los últimos años y se sitúa por encima de su media histórica, está muy lejos de alcanzar los máximos registrados en la burbuja del 2000. Un análisis más granular para una selección de empresas de ambos períodos —las denominadas «siete magníficas» (*Magnificent 7*) en la actualidad y una selección de compañías relevantes en el período punto-com— confirma

que, en general, las empresas tecnológicas actuales con mayor capitalización bursátil registran una ratio PER más contenida que la que mostraban varias de las empresas tecnológicas en la burbuja del 2000 (véase gráfico 6).

Otra diferencia relevante es que, frente a un ecosistema de muchas empresas tecnológicas incipientes y de tamaño reducido a principios de este siglo, en el momento actual las líderes tecnológicas son compañías consolidadas. Así, estas podrían estar mejor posicionadas, en relación con algunas de las empresas pioneras de internet en los 2000, para retener los beneficios de nuevas tecnologías como la IA. Además, estas tecnologías, a diferencia de las desarrolladas durante el evento punto-com, se caracterizan por sus elevadas economías de red y por la capacidad para personalizar sus productos, lo que hace que su tendencia a la concentración sea muy intensa, reforzando su poder para apropiarse del valor económico generado para sus clientes.

No obstante, la mayor concentración en términos de capitalización en unas pocas empresas en el período actual aumenta el potencial impacto sistémico de la materialización de riesgos idiosincrásicos vinculados con las mismas. Por ejemplo, las tres empresas tecnológicas estadounidenses más grandes —Apple, Microsoft y Nvidia— suponen actualmente en torno al 20 % del índice

Gráfico 5  
Índices bursátiles de EEUU



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

5 *Ibidem*.

6 Para más información, véanse el [anuncio](#) de 17 de julio de 2003 del National Bureau of Economic Research y [NBER Business Cycle Dating](#).

7 Para mayor detalle, véase el [Informe Anual 2001](#) del Banco de España.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

S&P 500, muy por encima del valor que registraban las tres mayores tecnológicas en el pico de la burbuja de los 2000 (algo superior al 11 %) (véase gráfico 3).

El elevado nivel actual de las cotizaciones bursátiles de las acciones de las empresas tecnológicas plantea algunos riesgos de correcciones abruptas en estos precios. Tal ajuste podría desencadenarse en el caso de que los beneficios de estas empresas no crecieran al ritmo que esperan los mercados. En este sentido, hay que tener en cuenta que existe una elevada incertidumbre sobre las ganancias asociadas a las nuevas tecnologías y sobre el tiempo que estas van a tardar en materializarse. De hecho, en el período más reciente se ha observado que los precios de las acciones de las empresas tecnológicas muestran una gran sensibilidad a la publicación de sus resultados económicos.

Así lo atestigua, por ejemplo, la reciente corrección experimentada por el precio de las acciones de ASML Holding, una de las mayores empresas tecnológicas europeas. Tras la publicación de unas previsiones de beneficios menores de lo esperado ante la debilidad de la demanda de chips, las acciones de la compañía descendieron

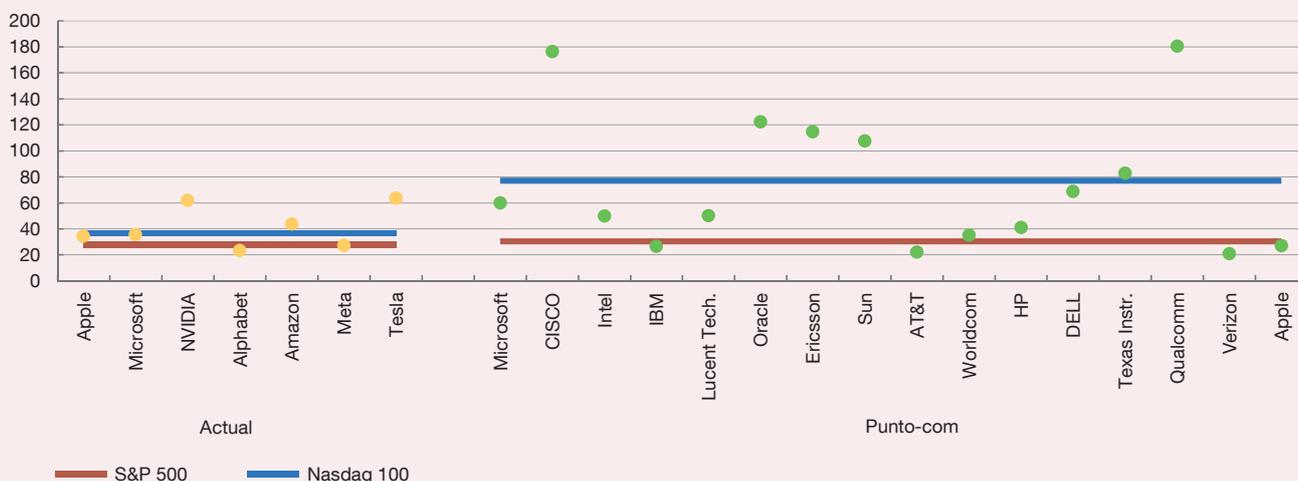
un 15,6% en un solo día. Las correcciones se extendieron, de forma más contenida, a las cotizaciones de otros productores mundiales de chips<sup>8</sup>.

Por otra parte, la marcha de los beneficios de las empresas más innovadoras está sujeta a riesgos derivados de, entre otros factores, la aparición de nuevos competidores, cambios regulatorios y potenciales problemas asociados a las cadenas de suministro globales, en un contexto de elevadas tensiones geopolíticas y conflictos comerciales.

Asimismo, la transición a una economía neutra en carbono puede ser un factor condicionante de su actividad, ya que algunas de estas empresas son intensivas en el uso de energía y su despliegue puede verse limitado por la necesidad de reducir emisiones. En otros casos, la demanda de sus productos puede verse incrementada ante la aceleración de esta transición (e.g., vehículos eléctricos).

Por último, el precio de las acciones de las empresas tecnológicas es también muy sensible a cambios en el entorno macrofinanciero. Esto es así porque las cotizaciones bursátiles recogen, en mayor medida que

Gráfico 6  
Price-to-Earnings Ratio (PER) (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a La Price-to-Earnings Ratio (PER) recoge la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción observados. Datos facilitados por Refinitiv Datastream para las empresas Magnificent 7 ordenadas de mayor a menor capitalización en el período actual (promedio agosto-octubre de 2024) y para algunas empresas tecnológicas relevantes en el período punto-com (promedio enero-marzo de 2000). Las líneas representan los valores medios de las ratios de los índices S&P 500 y Nasdaq 100 en los períodos actual y punto-com. No todas las empresas del período punto-com mostradas están incluidas en los índices S&P 500 o Nasdaq 100.

8 En el mismo sentido, destacan también las caídas experimentadas por las acciones de Meta en febrero y octubre de 2022, que perdieron, respectivamente, un 26% y un 24% de su valor en un solo día tras la publicación de sus resultados trimestrales.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

para el resto de las empresas, el valor actual descontado de las expectativas de elevados beneficios en el futuro. De este modo, un crecimiento económico menor que el anticipado, o una inflación superior a la prevista que llevara a revisar al alza los tipos de interés esperados, podrían afectar de forma diferencialmente negativa a los precios de las acciones de este sector.

Existen múltiples canales a través de los cuales un potencial ajuste en los precios de las acciones de las empresas tecnológicas podría afectar a la estabilidad financiera. Por una parte, se produciría un efecto negativo sobre el consumo y la actividad económica asociado tanto a la caída de la riqueza de los tenedores de estas acciones como a la posible pérdida de confianza de los agentes. Hay que tener en cuenta que el elevado peso de la capitalización de estas empresas en los índices generales de Estados Unidos hace que el alcance de una eventual corrección en las cotizaciones sea muy amplio. La caída de los precios de las acciones podría extenderse a otras empresas y mercados, como los europeos, a través de distintos mecanismos. Entre estos se encuentran los asociados al aumento de la aversión al riesgo a escala

global o a las posibles ventas aceleradas de la cartera de los fondos de inversión si se produjera un incremento significativo de los reembolsos.

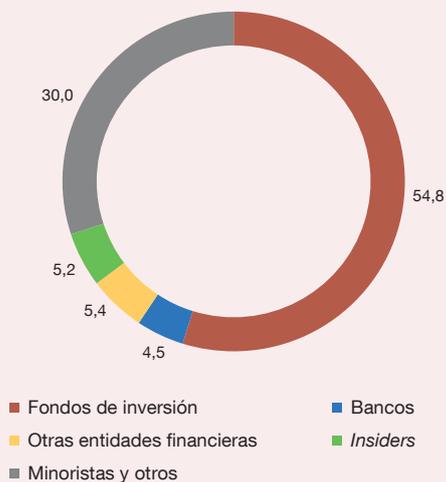
Adicionalmente, las propias empresas tecnológicas podrían verse negativamente afectadas por la caída del precio de las acciones al perder capacidad para financiarse mediante ampliaciones de capital, a la vez que podrían ver aumentado su coste de financiación mediante bonos o préstamos bancarios. Esa menor capacidad de financiación, a su vez, dificultaría el mantenimiento de los elevados niveles de inversión de estas empresas<sup>9</sup>, sobre los que se sustenta en buena medida el crecimiento de sus beneficios futuros.

Por último, estas correcciones podrían impactar en la capacidad de concesión de crédito de los bancos si estos se encontraran muy expuestos a dichas empresas o si las cotizaciones de las acciones de los bancos se vieran muy afectadas por la perturbación.

Para valorar los posibles efectos directos de una eventual corrección en los precios de las acciones de las empresas

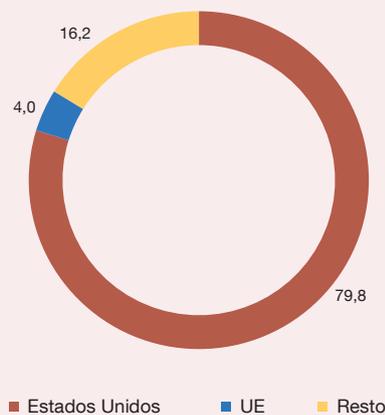
**Gráfico 7**  
Distribución de propiedad de las principales tecnológicas de EEUU por sector institucional (a)

% sobre capitalización total



**Gráfico 8**  
Distribución geográfica de la propiedad en manos del sector financiero de las principales tecnológicas de EEUU (a)

% sobre capitalización en manos del sector financiero



FUENTE: Capital IQ.

a Media ponderada por capitalización para las siete mayores empresas tecnológicas: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

<sup>9</sup> El volumen de inversión anual a junio de 2024 de las siete principales tecnológicas de Estados Unidos suponía, en media, un 11 % de su activo y un 56 % de su resultado después de impuestos.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

tecnológicas, resulta de utilidad analizar primero su estructura de propiedad. Como se puede observar en el gráfico 7, el grueso del capital de las siete compañías tecnológicas de Estados Unidos de mayor capitalización está en manos de fondos de inversión (54,8%) y de inversores minoristas (30%). En el caso de los primeros, sus tenedores últimos son, con razonable certeza, de forma mayoritaria personas físicas<sup>10</sup>. Por otro lado, el gráfico 8 revela que estos fondos de inversión están domiciliados de forma mayoritaria en Estados Unidos, aunque los partícipes de los mismos pueden estar más diseminados geográficamente. Esta estructura de propiedad hace que los efectos riqueza descritos con anterioridad y los posibles factores amplificadores a través de los fondos de inversión y de un incremento generalizado de la aversión al riesgo y restricción de liquidez en los mercados financieros sean relevantes. Por el contrario, el contagio directo a los bancos a través de las tenencias de acciones sería muy limitado dada su reducida exposición.

Por otra parte, la información disponible sobre la estructura de los balances de las siete principales empresas tecnológicas en Estados Unidos revela un reducido apalancamiento y un elevado grado de

financiación a través de recursos propios en la mayoría de ellas —superior, en promedio, al 50%— (véase gráfico 9). Asimismo, los activos líquidos cubrirían en la mayoría de los casos una parte elevada o la totalidad de sus obligaciones crediticias (véase gráfico 10). Esta estructura de los balances de las empresas parece situarlas en una buena situación para amortiguar los potenciales problemas financieros asociados a una corrección en el precio de sus acciones, lo que contribuiría a contener el deterioro de su calidad crediticia.

En resumen, la elevada valoración de las acciones de las empresas tecnológicas plantea algunos riesgos para la estabilidad financiera a escala global dado el destacado peso de este sector en la capitalización de las bolsas de Estados Unidos. En particular, un crecimiento de los beneficios de estas empresas sustancialmente inferior al esperado por los mercados podría desencadenar correcciones abruptas en los precios de estas acciones y extenderse a otros activos y mercados.

En comparación con la burbuja punto-com de los 2000, estos riesgos parecen más contenidos en la actualidad, ya

Gráfico 9 Fuentes de financiación de las principales empresas tecnológicas de EEUU. Junio de 2024

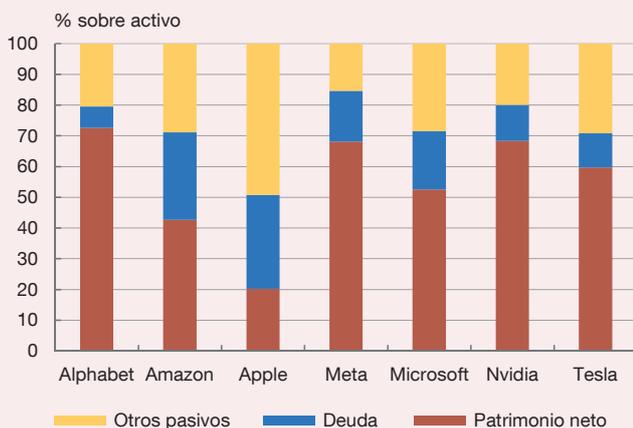
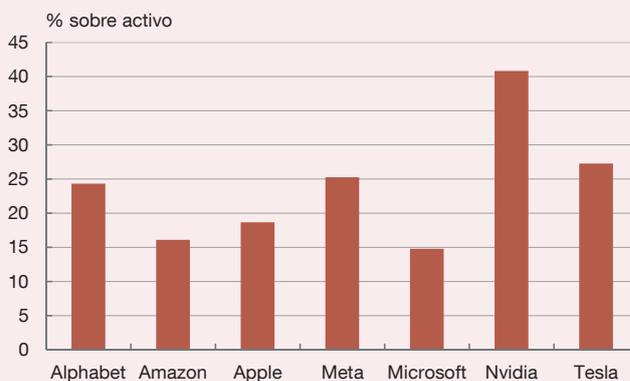


Gráfico 10 Liquidez de las principales empresas tecnológicas de EEUU. Junio de 2024 (a)



FUENTE: Capital IQ.

a La liquidez se define como la suma de efectivo y equivalentes de efectivo, inversiones a corto plazo y valores de activo negociables.

10 De acuerdo con los datos del Investment Company Institute, en 2023 los hogares eran titulares de un 88% de la participación en fondos de inversión de Estados Unidos. En el caso de los fondos de inversión de largo plazo, este porcentaje ascendía hasta el 95%. Más de la mitad de los hogares estadounidenses disponía de este tipo de inversiones, que representaban en media un 22% de su ahorro.

**LOS RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE UNA EVENTUAL CORRECCIÓN EN LOS PRECIOS DE LAS ACCIONES DE LAS EMPRESAS TECNOLÓGICAS (cont.)**

que las métricas de valoración bursátiles se sitúan en niveles más próximos a las medias históricas. Además, las empresas tecnológicas líderes están actualmente más consolidadas y, por tanto, se encuentran mejor posicionadas, en relación con algunas empresas pioneras de internet en los 2000, para retener los beneficios de nuevas tecnologías como la IA, algo que se ve reforzado por las economías de red que suponen estas tecnologías. Sin embargo, la mayor concentración en términos de capitalización en unas pocas empresas en el período actual aumenta la relevancia sistémica de los riesgos asociados a este sector.

El contagio a través de los bancos de una eventual corrección en los precios de las acciones parece contenido dada la reducida exposición de estos a su capital y la saludable estructura de los balances de la mayoría de las compañías tecnológicas. Por el contrario, los potenciales efectos amplificadores a través de fondos de inversión podrían ser comparativamente más relevantes, a la vista de las elevadas tenencias de acciones en manos de estos intermediarios. Por último, aunque los efectos más importantes se producirían previsiblemente en Estados Unidos, teniendo en cuenta la elevada interconexión entre los mercados financieros, serían esperables también impactos significativos a escala global.





# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO



## 2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

El fin del ciclo de endurecimiento monetario y la perspectiva de disminuciones adicionales de los tipos oficiales han favorecido un mayor dinamismo del crédito al sector privado residente en España. Así, su saldo ha vuelto a crecer en los trimestres más recientes, lo que ha contribuido a moderar su descenso interanual con respecto a las tasas registradas al cierre de 2023. Este mayor dinamismo se aprecia también en la evolución del crédito nuevo, y alcanza tanto a los préstamos a hogares como a empresas no financieras. En lo que respecta a la calidad de este crédito, las ratios de activos problemáticos siguen mostrando un comportamiento estable, alejado de deterioros significativos.

El cambio de orientación de la política monetaria también ha afectado a los tipos de interés medios de los saldos vivos de los créditos y depósitos al sector privado no financiero (SPNF) en España, mostrando los primeros leves descensos en el tercer trimestre de 2024. Este comportamiento no ha impedido que el margen de intereses haya continuado su crecimiento hasta junio de 2024. De esta forma, ha seguido contribuyendo de forma decisiva al crecimiento de la rentabilidad bancaria española, que se mantiene entre las más elevadas de los principales países europeos.

Ante un entorno en el que persisten incertidumbres geopolíticas y macroeconómicas (véase capítulo 1), el mantenimiento de una posición de solvencia sólida es el mejor garante de la resiliencia en el sector bancario, a nivel individual y sistémico. En este sentido, la ratio CET1 del conjunto del sistema ha presentado una mínima mejora interanual hasta junio de 2024, modesta en relación con la evolución de la rentabilidad. El nivel de esta ratio para el sector bancario español sigue por debajo de la de sus pares europeos.

La activación progresiva del colchón de capital anticíclico sobre las exposiciones ubicadas en España, planificada para los próximos semestres (véase capítulo 3), persigue reforzar la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades bancarias españolas, así como facilitar el mantenimiento de su necesaria función de intermediación crediticia en caso de que se materializasen riesgos cíclicos significativos de alcance sistémico. A este respecto, las últimas pruebas efectuadas por el Banco de España sobre el sector muestran un grado adecuado de resistencia agregada ante distintos escenarios de deterioro de las condiciones macrofinancieras. No obstante, se observa heterogeneidad entre entidades y, además, los escenarios más adversos estarían asociados a una menor provisión de crédito a la economía.

El sector financiero no bancario (SFNB) presenta una tendencia expansiva en España y el resto del área del euro, impulsado en particular por el segmento de los fondos de inversión y, dentro de este, en el caso de España, con particular fuerza por los vinculados a la renta fija. No se aprecian cambios significativos en los riesgos derivados de las interconexiones entre el sector bancario y el SFNB en España y en el resto del área del euro.

## 2.1 Las entidades de depósito

### 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

#### *Riesgo de crédito*

**El saldo de crédito al sector privado residente en España ha recuperado una evolución creciente a corto plazo desde el segundo trimestre de 2024.** El saldo desestacionalizado experimentó un crecimiento del 0,5 % entre mayo y agosto de este año, algo más de 0,2 puntos porcentuales (pp) por encima del registrado entre febrero y mayo, precisamente el mes en el que empezó a mostrar aumentos desde el cuarto trimestre de 2022 (véase gráfico 2.1.a). Este comportamiento se ha observado tanto en el crédito a hogares como, con algo más de intensidad, en el crédito al sector empresarial no financiero.

**Como consecuencia, en términos interanuales, el saldo de crédito ha ido moderando progresivamente su ritmo de descenso en el período transcurrido de 2024.** El saldo de crédito vivo concedido por las entidades de depósito al sector privado residente en España se redujo un 1,2 % en junio de 2024 respecto al mismo mes del año anterior. Esta caída es 1,3 pp inferior a la contracción interanual observada entonces, y 2,2 pp menor a la registrada al cierre de 2023. En términos reales, la tasa de variación interanual pasó del -6,7 % en diciembre de 2023 al -4,5 % en junio de 2024 (véase gráfico 2.1.b). Tanto el crédito destinado a sectores empresariales como el recibido por los hogares contribuyeron a esta evolución en el primer semestre del año (véase gráfico 2.1.c). La información disponible hasta agosto de 2024 apuntaría hacia la estabilización interanual de este saldo en el segundo semestre del año<sup>1</sup>.

**En el crédito a hogares, destaca la menor caída interanual del destinado a la adquisición de vivienda y un aumento significativo del crédito con finalidad de consumo.** De forma agregada, el crédito a hogares se redujo en un 0,7 % interanual en junio de 2024 (descenso 1,6 pp menor que en diciembre de 2023), contrastando el descenso del crédito para adquisición de vivienda (-1,4 % interanual, lo que supone una tasa de caída 1,7 pp menor que al cierre de 2023) con el crecimiento del resto de préstamos a hogares (2,1 %), especialmente del consumo (5,7 %, frente al 2,1 % de diciembre de 2023). Dentro de estos préstamos, se mantiene estable la proporción de aquellos con la finalidad de financiar la adquisición de bienes duraderos, un 68,5 % en junio de 2024, apenas 0,5 pp menos que doce meses antes.

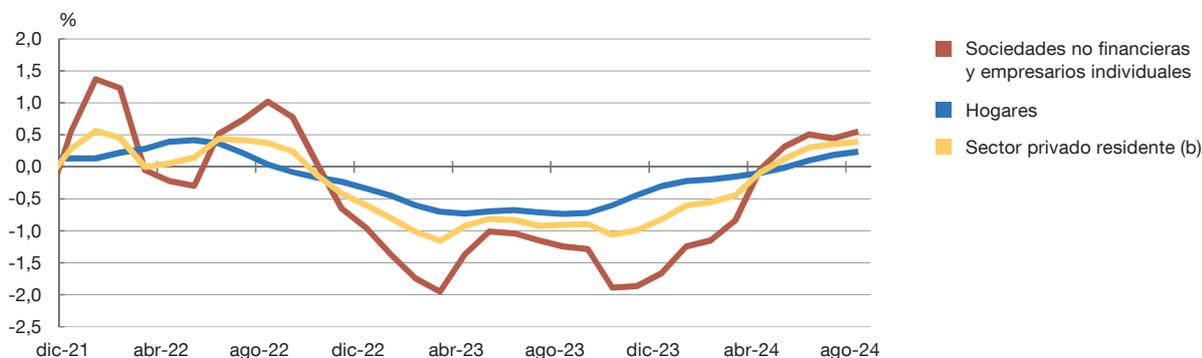
**Los flujos de crédito nuevo al sector privado no financiero en España han mostrado un notable dinamismo en los últimos trimestres** (véase gráfico 2.2.b). Los flujos desestacionalizados de crédito nuevo acumulado a tres meses superaban en agosto de 2024 los observados en el tercer trimestre de 2022, al inicio del ciclo de subidas de los tipos de

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, la información sobre **saldos de crédito** de los Estados UEM publicada en el *Boletín Estadístico* del Banco de España.

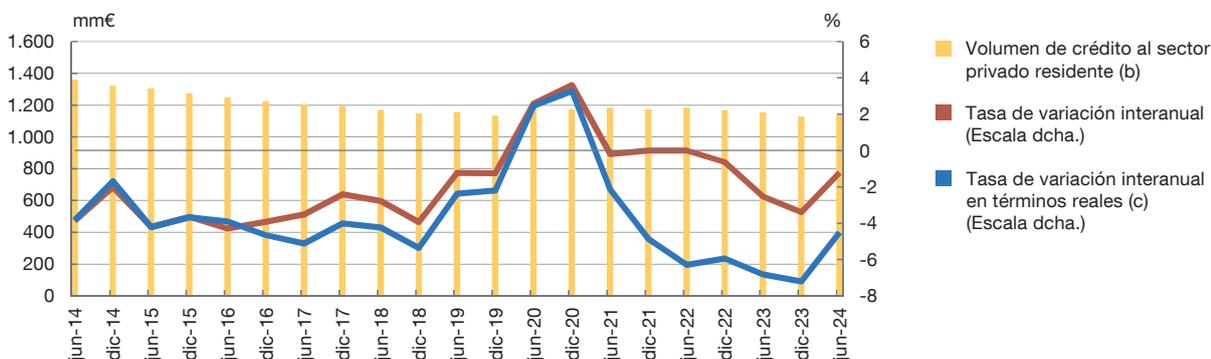
Gráfico 2.1

**El saldo de crédito al sector privado en España ha presentado crecimientos positivos en los trimestres más recientes, alcanzando tanto a los préstamos a hogares como al sector empresarial no financiero, lo que ha contribuido a moderar significativamente su descenso interanual**

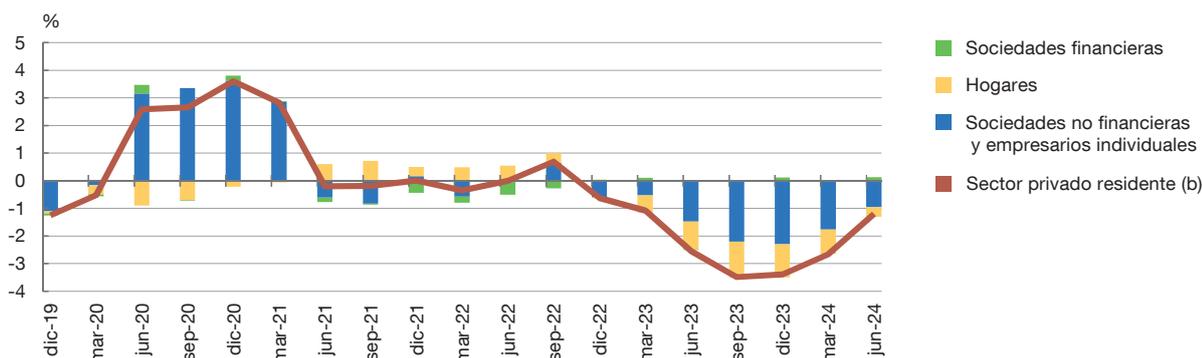
2.1.a Indicador de impulso del saldo de crédito al sector privado residente (a). Negocios en España. DI



2.1.b Volumen de crédito al sector privado residente y tasa de variación. Negocios en España. DI



2.1.c Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente, por sectores. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

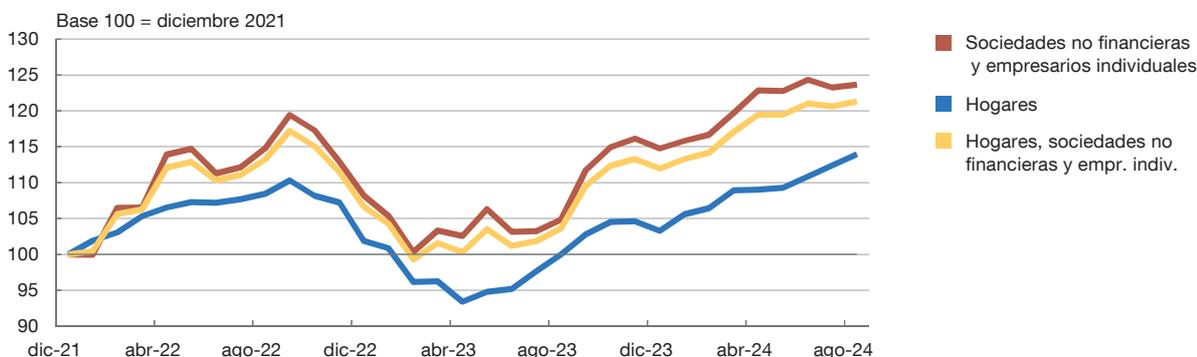
- a Este indicador mensual muestra la tasa de variación intertrimestral de la media móvil de tres meses del saldo desestacionalizado.
- b El sector privado residente incluye hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales, y sociedades financieras.
- c Para obtener la serie de variación 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).



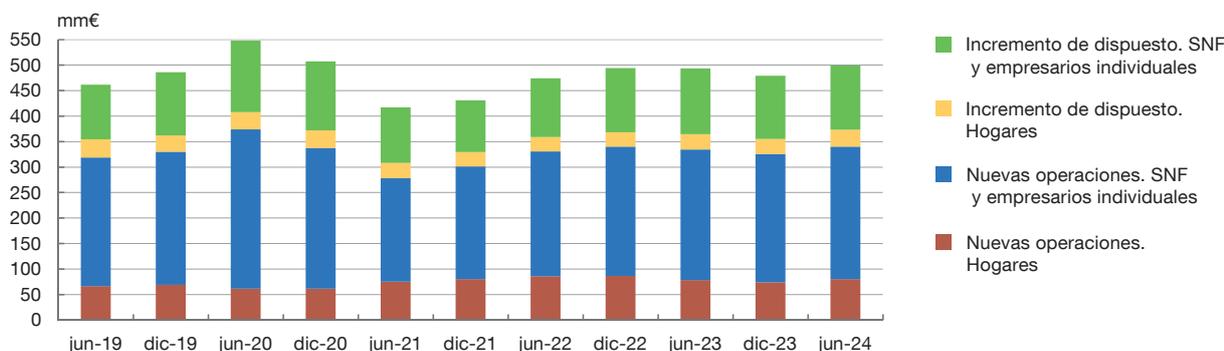
Gráfico 2.2

**El crédito nuevo al sector privado no financiero en España ha mostrado un comportamiento dinámico en los últimos trimestres, pero su volumen acumulado a doce meses presentaba un crecimiento interanual moderado hasta junio de 2024, todavía influido por la evolución contractiva en el segundo semestre de 2023**

2.2.a Indicador de impulso del crédito nuevo.  
Negocios en España. DI (a) (b)



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



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen en este gráfico las sociedades financieras.

b Este indicador mensual muestra la tasa de variación intertrimestral de la media móvil de tres meses del crédito nuevo desestacionalizado.



interés. De hecho, desde el segundo trimestre de 2023, se viene observando una recuperación de estos flujos, tanto en el crédito nuevo concedido a hogares como en el destinado a sociedades no financieras y empresarios individuales. Esta recuperación ha sido particularmente intensa hasta mayo de 2024 y, a partir de entonces, se observa cierta estabilización del nivel de crédito nuevo destinado a los sectores empresariales, mientras el de los hogares mostraba un comportamiento aún más dinámico.

**La ratio de dudosos de los préstamos al sector privado residente en España se mantuvo estable en los doce meses transcurridos hasta junio de 2024.** Esta ratio se situaba en el 3,3% en este mes, solo una décima más baja que la de un año antes (véase gráfico 2.3.a). Desde principios de 2023, la ratio de dudosos ha abandonado su trayectoria descendente y se ha estabilizado en niveles similares a los actuales. Esta evolución se ha observado tanto en los préstamos a sociedades no financieras y empresarios individuales como en hogares.

**En los préstamos a sociedades no financieras y empresarios individuales, la ratio de dudosos alcanzaba el 4,5 % al final del primer semestre, sin presentar una variación interanual apreciable.** En esta cartera, los dudosos descendían un 4,1 % interanual en junio de 2024, 4,7 pp menos que en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.3.b). Este descenso de los dudosos ha sido similar a la reducción del tamaño total de la cartera, lo que explica la estabilidad de la ratio, que solo descendió una décima en los primeros seis meses de 2024 (véase gráfico 2.3.a).

**Igualmente, la ratio de dudosos en los préstamos a hogares se situaba en el 2,8 % en junio de 2024, aproximadamente el mismo nivel que un año antes.** Para este sector, se observó al final del primer semestre una caída interanual en el volumen de créditos dudosos del 2 %, frente al crecimiento del 2,7 % registrado en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.3.b). Esta reducción fue suficiente para compensar el descenso del tamaño total de la cartera y rebajar mínimamente su ratio de dudosos, debido tanto al segmento de vivienda como al del resto del crédito a hogares (véase gráfico 2.3.a).

**La ratio de préstamos del sector privado en vigilancia especial registró un aumento interanual del 0,1 pp hasta alcanzar el 7 % en junio de 2024, debido en buena medida a la evolución en el segmento de hogares.** Los créditos clasificados en vigilancia especial crecieron un 0,5 % interanual en junio de 2024, frente al crecimiento del 3,2 % observado en diciembre de 2023. Esta evolución estuvo marcada por un mayor descenso de estos préstamos en los sectores empresariales (2,9 % interanual, mientras que en diciembre de 2023 la caída fue del 1,6 %), y por el crecimiento del 4,7 % observado en hogares, más moderado que el de diciembre, del 9,5 %. Destaca el crecimiento interanual del 24,6 % de los préstamos destinados a consumo clasificados como vigilancia especial, cifra similar a la registrada en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.3.b).

**En los créditos con garantía del Instituto de Crédito Oficial (ICO) se han observado aumentos de las ratios de dudoso y de vigilancia especial hasta junio de 2024, a los que ha contribuido la reducción del tamaño de esta cartera.** De hecho, el volumen de crédito en la misma descendió un 30,5 % en los doce meses hasta este mes de junio, y pasó a situarse en los 47 mm de euros. La ratio de dudosos se elevó 7,8 pp hasta el 17,4 % y la de vigilancia especial lo hizo en 3 pp hasta el 23,6 % (véase gráfico 2.3.c)<sup>2</sup>. Los préstamos clasificados en esta categoría descendieron en más de un 20 % con respecto a junio de 2023 mientras que los dudosos aumentaron un 25,7 %. La suma de dudosos y de créditos en vigilancia especial en esta cartera alcanzó su máximo de 23,9 mm de euros en junio de 2022. Desde entonces, ha ido descendiendo moderadamente hasta junio de 2024, situándose en 20,6 mm de euros. En este período, se ha observado una reducción de los préstamos en vigilancia especial, que, en buena parte, se han trasvasado a dudoso.

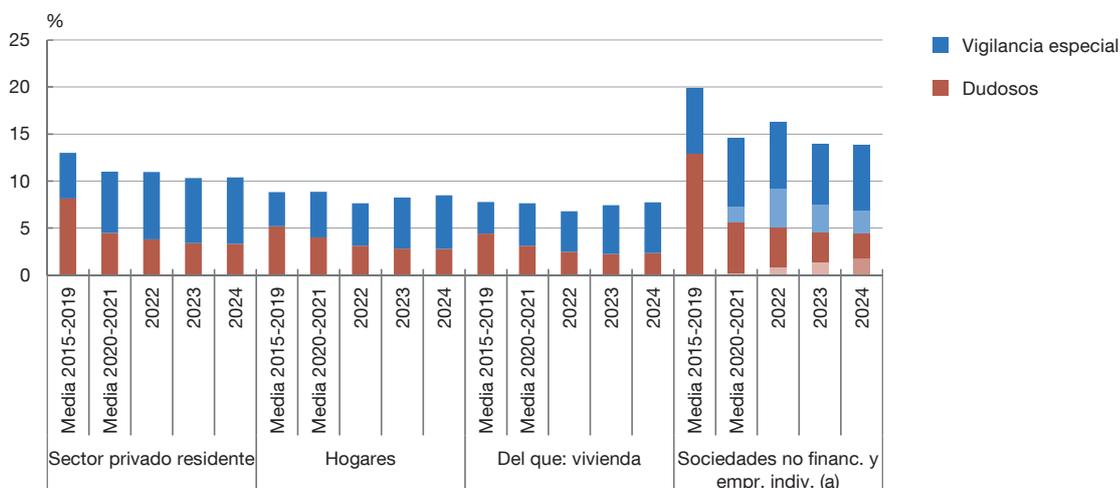
---

2 Al ser esta cartera cerrada (no se añaden actualmente nuevos créditos), la reducción de la exposición contribuye mecánicamente a incrementos en las ratios de dudosos y de vigilancia especial. Por ejemplo, de haberse mantenido constante el denominador de estas ratios desde junio de 2023, estas se habrían situado en el 12,1 % (ratio de dudosos) y en el 16,4 % (ratio de vigilancia especial).

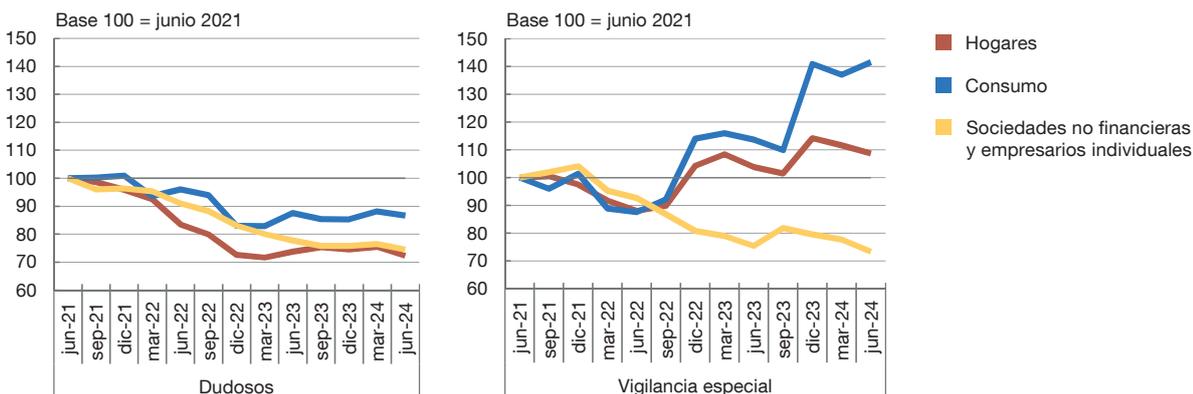
Gráfico 2.3

**La calidad del crédito al sector privado residente en España ha mostrado un comportamiento estable en el primer semestre**

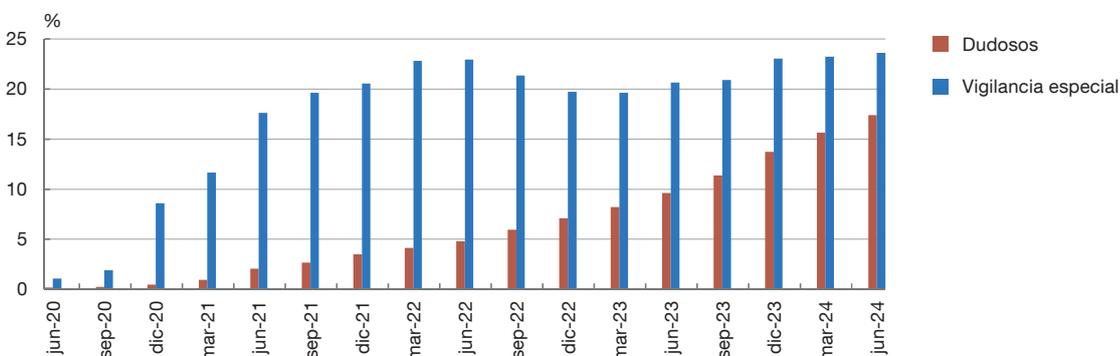
2.3.a Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Junio de cada año. Negocios en España. DI



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



2.3.c Ratio de dudosos y de vigilancia especial en los créditos con garantía ICO. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

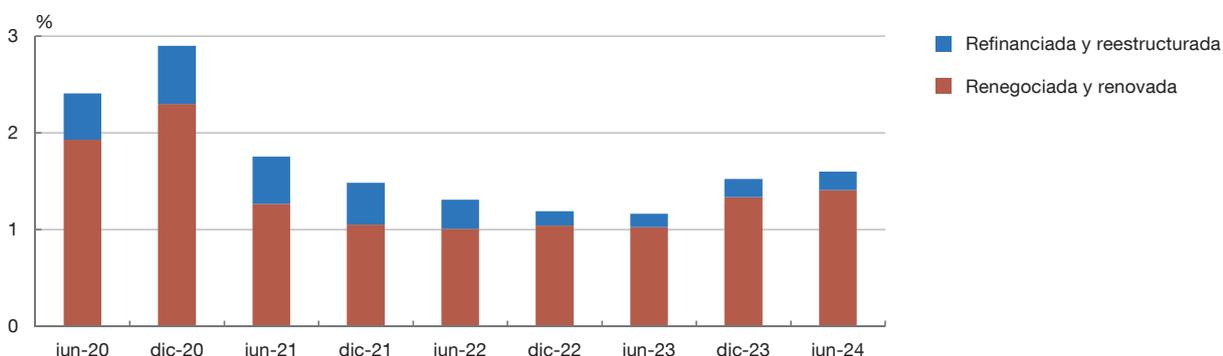
a En colores claros se muestra la contribución a la ratio de los créditos a sociedades no financieras y empresarios individuales con garantía ICO.



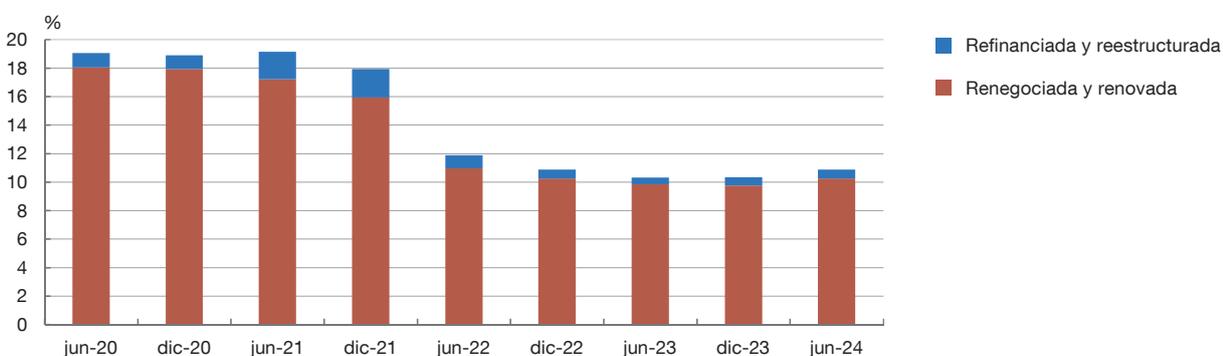
Gráfico 2.4

### Las modificaciones de las condiciones de los préstamos hasta junio aumentaron para los hogares y, de forma más moderada, para el segmento empresarial no financiero

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



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



FUENTE: Banco de España.

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

**Se aprecia un cierto crecimiento de las modificaciones de condiciones del crédito a hogares.** Con respecto al saldo de préstamos concedidos a los hogares en junio de 2023, un 1,6 % fue refinanciado, reestructurado, renegociado o renovado<sup>3</sup> entre julio de 2023 y junio de 2024 (véase gráfico 2.4.a). Esta proporción es 0,1 pp superior con respecto a la observada entre enero de 2022 y diciembre de 2023, que fue de un 1,5 %. Este aumento se produce tanto en operaciones con deudores que presentan alguna señal de dificultad financiera (refinanciaciones y reestructuraciones) como en deudores que no presentan dichas dificultades (renegociaciones y renovaciones).

<sup>3</sup> Una operación de refinanciación se concede para facilitar el cumplimiento en una o más operaciones (refinanciadas) con deudores con dificultades financieras; una operación de reestructuración es aquella en la que se modifican las condiciones contractuales para facilitar el pago de la deuda por motivos de dificultad de pago del deudor; una operación renegociada es aquella en la que se modifican las condiciones financieras sin que el prestatario tenga dificultades financieras; una operación renovada es la que se formaliza para sustituir a otra concedida previamente por la entidad sin que el prestatario tenga dificultades financieras.

**Para el crédito concedido al sector empresarial no financiero, también se observa un cierto aumento del flujo de operaciones de modificación de condiciones.** Hasta junio de 2024 el peso de estas operaciones con respecto al saldo de la cartera en junio de 2023 fue del 10,9 %, frente a 10,3 % en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.4.b). En cuanto a las modificaciones de condiciones con deudores con alguna señal de dificultad financiera, estas representaron un 0,6 % en este período, la misma proporción que en diciembre de 2023, pero por encima del 0,5 % observado en junio de 2023. En cualquier caso, esta proporción es sustancialmente menor que el 0,9 % observado en junio de 2022 y el 1,9 % en junio de 2021.

**Es necesario mantener la monitorización preventiva de la modificación de condiciones de préstamo.** Su incremento permanece contenido tanto en los préstamos a hogares como a empresas no financieras, pero, si se produjeran mayores aumentos, estos podrían constituir un indicador adelantado de deterioros crediticios.

### *Activos financieros en el negocio consolidado*

**El peso del negocio en el extranjero ha mantenido la tendencia ascendente de los últimos años para el conjunto de las entidades de depósito españolas, si bien su crecimiento se ha moderado en la primera mitad de 2024.** Los activos financieros en el exterior suponían un 56,4 % del total del activo consolidado al cierre del primer semestre, con un crecimiento interanual del 3,9 %, 2,3 pp inferior al observado en diciembre de 2023. El crédito al sector privado residente en el extranjero suponía el 56,3 % del total de los activos financieros en el exterior a esta fecha, habiendo crecido un 4,3 % en los doce meses previos, frente a la tasa interanual del 3,1 % en diciembre de 2023. La renta fija en el extranjero representaba un 16,9 % del total de activos financieros en el exterior en junio de 2024 y presentaba un crecimiento interanual del 7,4 % en ese mes, 5,9 pp menos que en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.5.a).

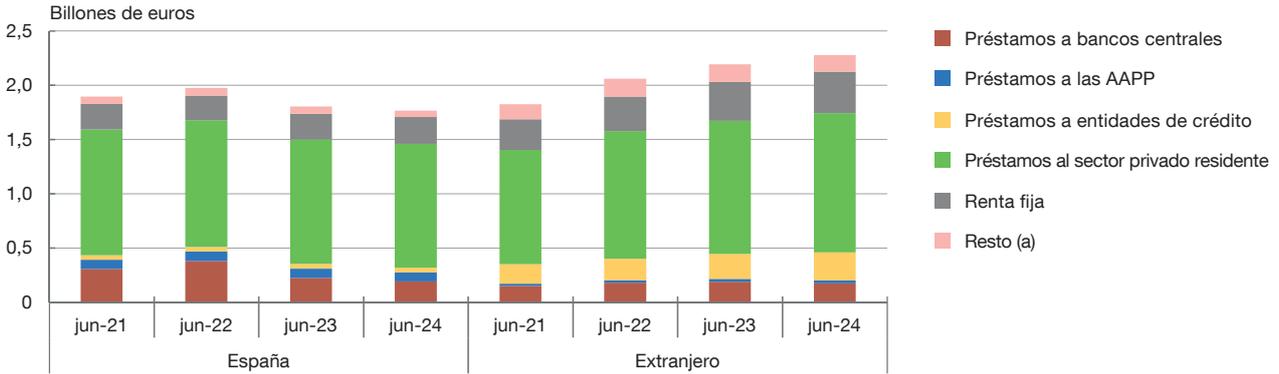
**La evolución del crédito al sector privado en el extranjero en el primer semestre del año fue dispar entre jurisdicciones.** En particular, destacaron los crecimientos interanuales registrados en Turquía (19,7 %, 22 pp más que en diciembre de 2023), en Estados Unidos (10,8 %, 9 pp más que el en diciembre) y en México (5,1 %, 15 pp menos). En Reino Unido, se registró una caída del crédito del 0,5 %, frente al descenso del 5 % en diciembre de 2023. Desde junio de 2021, las ligeras apreciaciones de las monedas de Estados Unidos, Brasil y México han reforzado el crecimiento de las exposiciones en estos países. En Turquía, sin embargo, se ha compensado el fuerte crecimiento local con la depreciación de su moneda en un entorno fuertemente inflacionario (véase gráfico 2.5.b).

**Las tenencias a coste amortizado de valores de renta fija soberana han aumentado en los últimos años su peso sobre el activo consolidado de las entidades de depósito españolas.** Entre junio de 2021 y junio de 2024, este peso se incrementó en 1,4 pp, hasta el 2,9 %, para las tenencias de Administraciones Públicas (AAPP) extranjeras, mientras que, en el caso de las tenencias de valores emitidos por AAPP españolas, aumentó de forma más

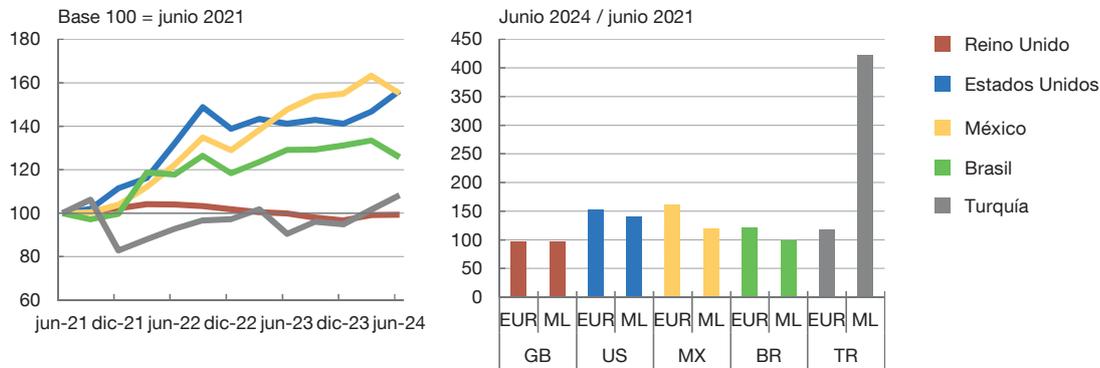
Gráfico 2.5

**En el primer semestre de 2024, ha continuado el aumento del peso de los activos financieros en el extranjero**

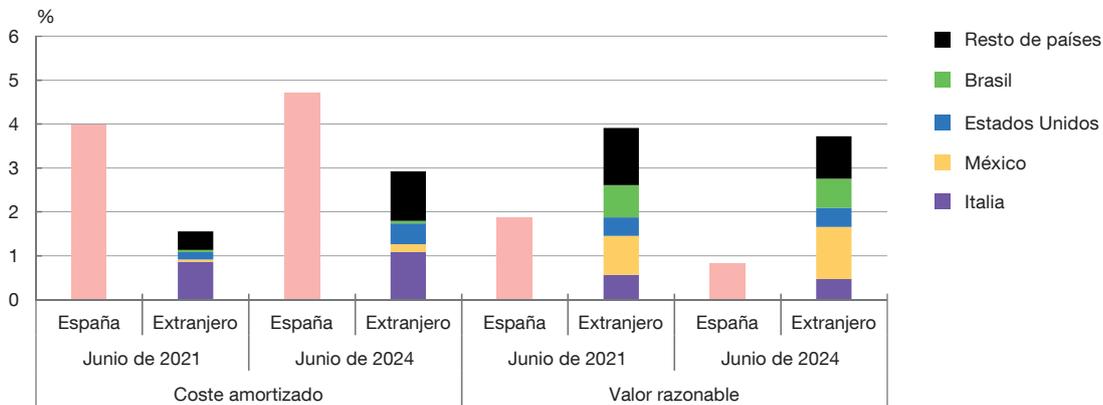
2.5.a Desglose de la evolución del activo financiero en España y en el extranjero por tipo de activo. Datos consolidados



2.5.b Evolución del crédito al sector privado residente, actividad total valorada en euros (izda.) y evolución del crédito en actividad en moneda local ajustado por tipo de cambio valorada en euros y en moneda local (dcha.) (b). Datos consolidados



2.5.c Renta fija de AAPP por carteras y países, sobre el activo total. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

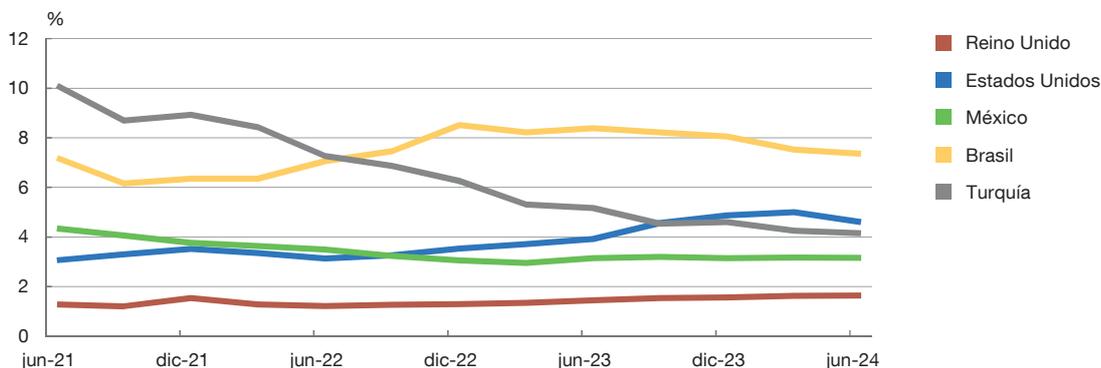
- a La partida «Resto» está compuesta por saldos de efectivo, derivados e instrumentos de patrimonio.  
 b En el panel derecho, para cada país de contraparte, se presenta el índice de evolución de actividad en su moneda local valorada en euros (EUR) y en moneda local (ML). Bajo ese segundo supuesto, se excluyen los efectos de variación en el tipo de cambio con el euro.

moderada (en 0,7 pp) hasta el 4,7 % (véase gráfico 2.5.c). En contraste, el peso de las tenencias a valor razonable ha disminuido tanto para el caso de AAPP extranjeras (0,2 pp hasta el 3,7 %), como, de forma más marcada, para el caso de las españolas (1 pp hasta el 0,8 %). En conjunto el peso de las tenencias de renta fija de AAPP ha presentado un incremento de 0,9 pp en este

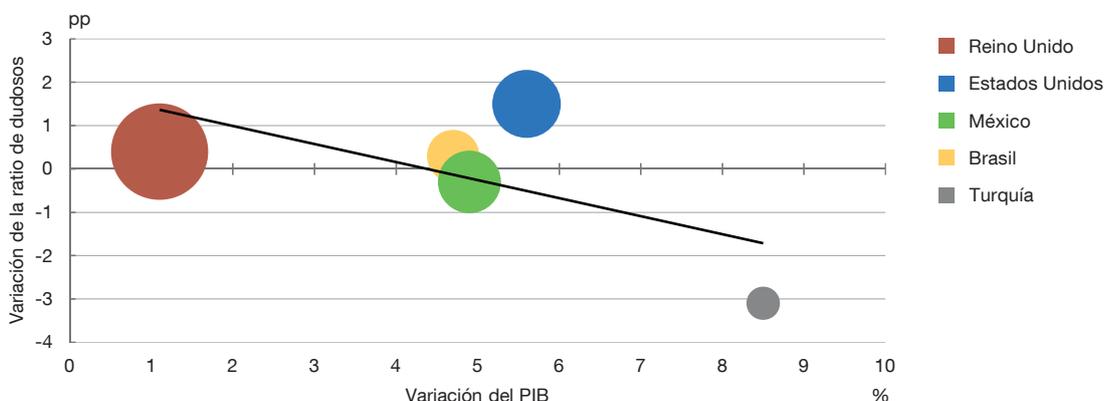
Gráfico 2.6

**En los últimos doce meses, destacan los descensos de las ratios de dudosos en Brasil y Turquía y su incremento en Estados Unidos**

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



2.6.b Variación acumulada del PIB y de la ratio de dudosos (a) entre junio de 2022 y junio de 2024, por países (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos correspondientes a las carteras de préstamos al sector privado residente de las entidades de depósito españolas en países extranjeros de importancia significativa.
- b El tamaño de cada burbuja representa la importancia de cada país en el negocio internacional, en términos de crédito concedido por las entidades españolas.

período, hasta el 12,1 %, aunque descendió 0,3 pp, hasta el 5,5 %, para las emitidas por AAPP españolas. Este aumento global y la reorientación hacia la cartera a coste amortizado son coherentes con el entorno de subida de los tipos de interés, habiendo sido los cambios experimentados en esta clase de activos relativamente moderados.

**La calidad crediticia de los préstamos en el extranjero no mostró grandes variaciones en los doce meses transcurridos hasta junio.** Las ratios de dudosos en las principales jurisdicciones extranjeras en las que las entidades de depósito españolas desarrollan su actividad redujeron sus diferencias en este período. En Turquía y Brasil, las ratios se redujeron en 1 pp entre junio de 2023 y junio de 2024, hasta el 4,2 % y el 7,4 % respectivamente, mientras que en Estados Unidos se elevó en 0,7 pp hasta el 4,6 % y en Reino Unido subió desde el 1,4 % hasta el 1,6 % (véase gráfico 2.6.a). Entre junio de 2022 y junio de 2024, se observó una relación negativa entre el crecimiento del PIB de un país y la variación de la ratio de dudosos

de los préstamos de las entidades españolas en el mismo, de acuerdo con las expectativas (véase gráfico 2.6.b).

### *Condiciones de liquidez y financiación*

**La actividad en los mercados monetarios ha continuado intensificándose en 2024, estimulada por el proceso de normalización de la política monetaria.** La vuelta a un entorno de tipos de interés positivos ha aumentado el atractivo de estos mercados. De forma relacionada, la reducción del balance del Eurosistema y del exceso de liquidez ha podido motivar a algunas entidades de depósito a buscar fuentes de financiación alternativas a los préstamos de política monetaria. En el caso del segmento garantizado, el aumento del volumen de actividad se ha observado en todos los plazos, con tipos de interés medios en rangos muy similares para todos ellos (véase gráfico 2.7.a).

**El diferencial entre el tipo de interés garantizado (repo) en los mercados monetarios y el tipo de interés de la facilidad de depósito (DFR) se ha estrechado desde finales de 2022.** En primer lugar, la mayor disponibilidad de colateral ha sido un elemento clave en el mercado repo, asociada a la reducción de las tenencias de bancos centrales a través de los programas de compras y al aumento de las emisiones de deuda soberana. Esta mayor oferta de colateral ha ejercido presión al alza en el tipo repo<sup>4</sup> y reducido el diferencial repo-DFR (en valor absoluto). En segundo lugar, el cambio en las expectativas de tipos de política monetaria hacia una bajada de tipos de interés podría haber disminuido la demanda de colateral, con la consecuente reducción del diferencial repo-DFR (en valor absoluto)<sup>5</sup>. Por último, la mayor necesidad de financiación o de obtención de liquidez (observada en el aumento del volumen) por parte de las entidades de depósito habría contribuido también a aumentar el tipo repo y al estrechamiento del diferencial repo-DFR.

**Los costes de emisión de deuda de los bancos españoles se han reducido en el período transcurrido de 2024.** Los cambios en las expectativas de tipos de política monetaria, que apuntan a un tono más acomodaticio, contribuyen a explicar la evolución a la baja en los costes financieros de la deuda mayorista. Las entidades españolas han sido las más beneficiadas por la reducción de costes en 2024 para todos los instrumentos en comparación con otras entidades del área del euro (véase gráfico 2.8.a).

**Los menores tipos de interés han facilitado que las emisiones de deuda del sector bancario español en el período transcurrido de 2024 hayan superado el volumen del**

---

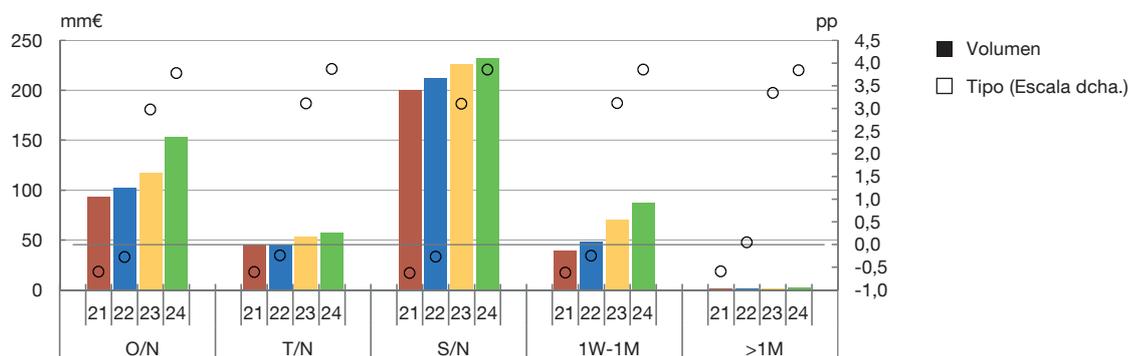
4 La obtención de colateral ha sido el principal objetivo para realizar una transacción repo durante el año 2022, cuando la ampliación del diferencial repo-DFR fue notable. Cuando un participante busca obtener un colateral a cambio de ofrecer liquidez, una mayor (menor) demanda de colateral empuja los tipos a la baja (alza).

5 Claudio Vela y Alicia Aguilar. (2024). "El impacto de la normalización de la política monetaria en el mercado de operaciones garantizadas (repo)". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 04. En este artículo se muestra cómo la mayor demanda de colateral derivada del mayor apetito por la toma de posiciones cortas en un contexto de subida de tipos habría trasladado el diferencial repo-DFR hacia valores más negativos. Sin embargo, esta tendencia se revierte a partir de 2023.

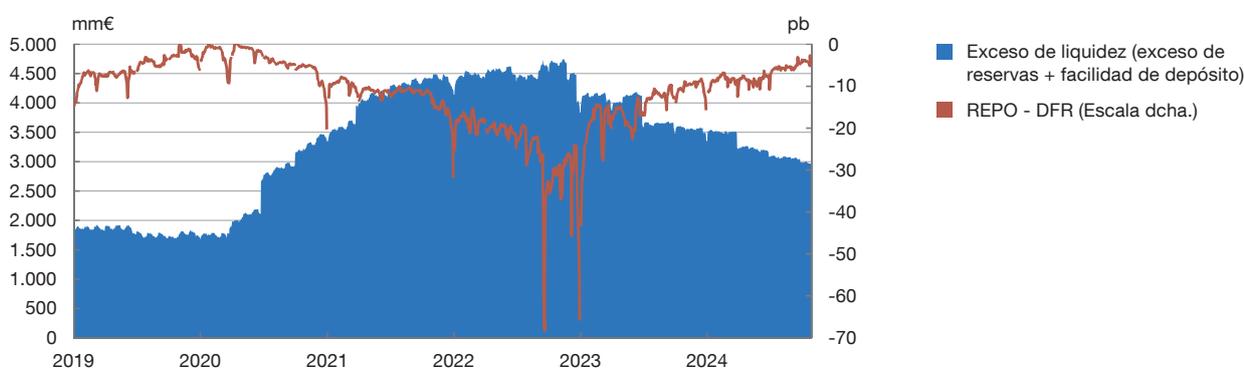
Gráfico 2.7

**La orientación de la política monetaria ha incrementado el volumen de negociación interbancaria garantizada a todos los plazos, mientras los tipos de interés de este segmento se han aproximado al de la facilidad de depósito**

2.7.a Volumen y tipo de interés en el mercado monetario garantizado (media diaria), según vencimiento (a)



2.7.b. Diferencial repo-DFR y exceso de liquidez (b)



FUENTE: MMSR.

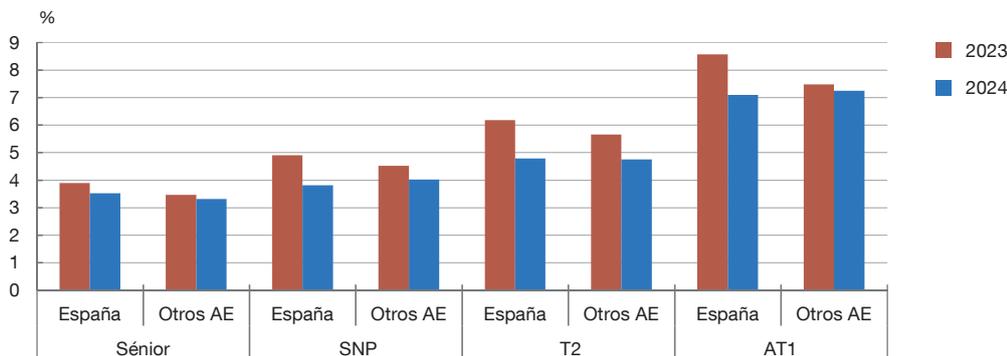
- a Se muestra el volumen medio diario de las operaciones en el segmento garantizado, donde las entidades de reporte de Money Market Statistical Reporting (MMSR) obtienen financiación. Se toman todos los sectores de la economía (salvo hogares) como contrapartidas. Para el tipo medio de 2024 se incluyen las operaciones realizadas hasta el mes de septiembre. Las operaciones que se liquidan el mismo día de la contratación se denominan como *overnight* u O/N, mientras que aquellas que se liquidan al día siguiente se catalogan como *tomorrow-next* o T/N. *Spot-next* o S/N se refiere a las operaciones que se liquidan dos días después. En los tres casos, el vencimiento de la operación es un día.
- b Diferencial REPO-DFR definido como el tipo medio ponderado por volumen de operaciones negociadas a tipo fijo usando como colateral deuda pública, basado en transacciones en las cuales las entidades de depósito que reportan en MMSR toman prestado. Se incluyen operaciones *overnight* u O/N, *tomorrow-next* o T/N y *spot-next* o S/N. Se incluyen únicamente las transacciones con volumen mínimo de un millón de euros. El DFR es el tipo de interés (remuneración) aplicable a operaciones de depósito a un día por parte de contrapartidas de política monetaria en el Eurosistema.

**año anterior.** Se ha mantenido el ritmo de emisiones de deuda subordinada, tanto AT1 como instrumentos elegibles para Tier 2, especialmente durante la primera parte del año, aunque concentrándose en las entidades cotizadas. Asimismo, aumenta el volumen de emisiones de deuda *senior non-preferred* (SNP) (véase gráfico 2.8.b), en las que han participado las entidades más pequeñas, aunque a un coste ligeramente superior al de otras entidades españolas. Finalmente, el peso sobre el total emitido de las emisiones *senior (secured y unsecured)*, se reduce con respecto al año anterior, en el que su impulso vino motivado por la necesidad de reemplazar parte de la menor financiación recibida mediante los préstamos de política monetaria (véase gráfico 2.8.b). El cumplimiento de los requerimientos de resolución incentiva, en distintos grados en función de las características de cada entidad, estas emisiones, excepto en el caso de la deuda *senior secured*.

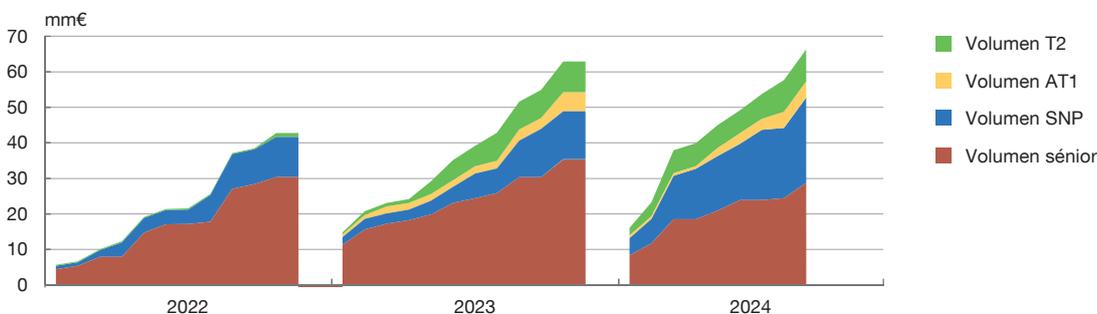
Gráfico 2.8

**En un contexto de moderación de los costes de financiación mayorista, el volumen de emisiones de las entidades españolas en los nueve primeros meses de 2024 supera el total emitido en 2023**

2.8.a Costes medios en el mercado primario. Bancos del área del euro (a)



2.8.b Volumen acumulado anual en el mercado primario. Bancos españoles (b)



FUENTES: Dealogic y Banco de España.

- a Se calcula el coste de las emisiones en mercado primario para bonos emitidos en euros como la media ponderada por volumen en cada año. «Otros AE» incluye bancos de Francia, Italia, Alemania y Holanda. Se consideran los bonos emitidos hasta septiembre de 2023 y 2024. En la categoría «volumen sénior» se incluyen emisiones no garantizadas y garantizadas, entre las que se encuentran los *covered bonds*. Último dato: septiembre de 2024.
- b Se muestra el volumen acumulado mensualmente de emisiones a lo largo de cada ejercicio. En la categoría «volumen sénior» se incluyen emisiones no garantizadas y garantizadas, entre las que se encuentran los *covered bonds*. Último dato: septiembre de 2024.

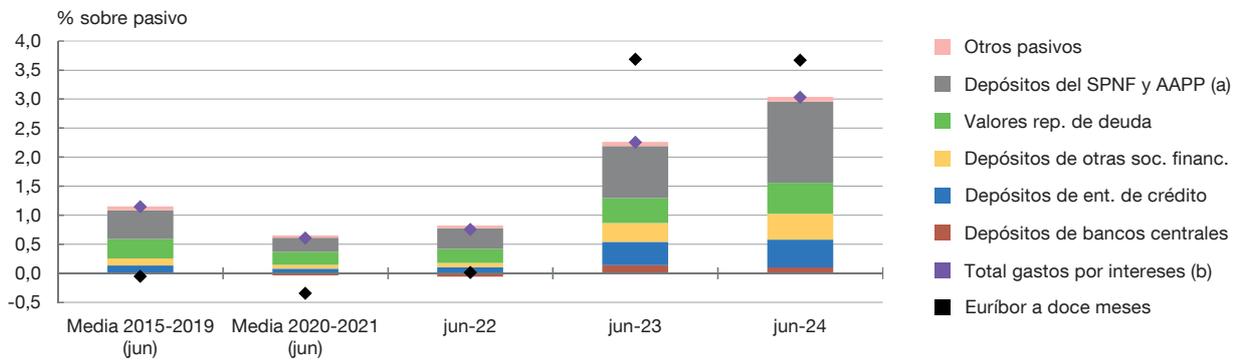
**El coste medio del pasivo bancario a nivel consolidado siguió aumentando en el primer semestre de 2024**, superando el 3 %. Esto supuso un incremento a nivel consolidado de 77 puntos básicos (pb) con respecto a junio de 2023, cuando se situaba en el 2,3 %. Los gastos por intereses de los depósitos del sector privado no financiero crecieron un 57,4 % interanual, lo que representa un 63 % del aumento total del coste de financiación. A pesar de que la retribución unitaria de estos depósitos se mantuvo en niveles inferiores a la de otros pasivos, su posición destacada como principal fuente de financiación de las entidades explica su elevada contribución al coste medio. Los costes de la financiación procedente de entidades de crédito, otras entidades financieras y el de la deuda bancaria también aumentaron de forma notable en términos interanuales (18,8 %, 39,3 % y 28 %, respectivamente), mientras que el coste de los depósitos mantenidos en bancos centrales se redujo (-23,8 %) debido al menor volumen de fondos depositados (-49,4 %) (véase gráfico 2.9.a).

**El aumento del coste medio del pasivo en el primer semestre de 2024 ha reducido significativamente el diferencial con los tipos de interés de referencia.** El rápido ascenso

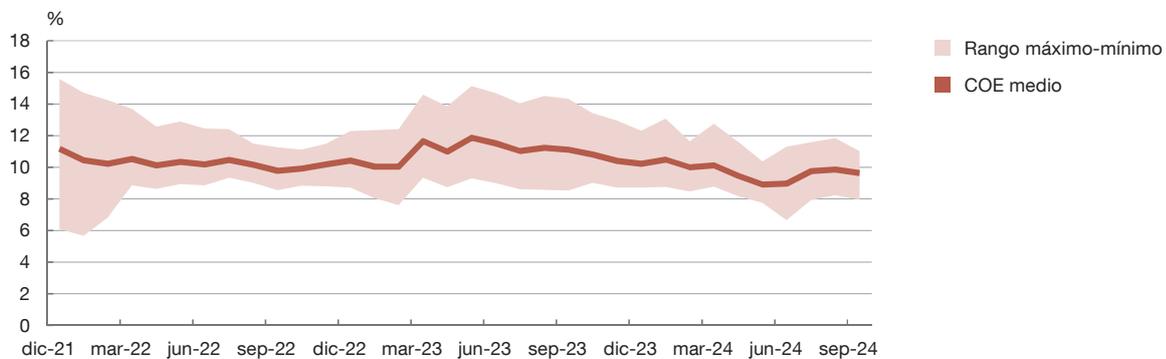
Gráfico 2.9

**El coste medio del pasivo de las entidades bancarias siguió creciendo hasta junio de 2024, mientras el coste de capital se ha moderado tanto en términos interanuales como desde el comienzo del año**

2.9.a Gastos por intereses de la financiación. Datos a nivel consolidado



2.9.b Coste de capital (c)



FUENTE: Banco de España.

a Depósitos del sector privado no financiero y Administraciones Públicas.

b Excluye gastos asociados a derivados por coberturas de tipos de interés.

c El promedio y el rango máximo-mínimo del coste de capital están basados en cuatro modelos de descuento de dividendos; Ohlson y Juettner-Nauroth (2005), Ohlson y Juettner-Nauroth (2005) simplificado y Fuller-Hsia (1984), Altavilla *et al.* (2021). Véase L. Fernández Lafuerza y M. Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera / Banco de España*, 46 (primavera 2024), pp. 25-48.

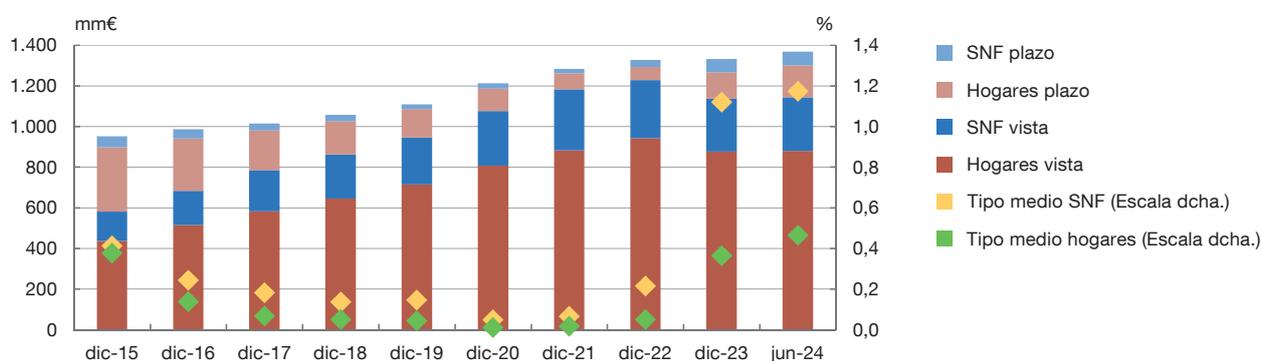
de los tipos de interés de política monetaria en 2022 y 2023 y la lenta traslación inicial de este incremento a la remuneración de la financiación bancaria minorista permitió a las entidades situar el coste medio de su pasivo significativamente por debajo de los tipos de interés de mercado, hasta alcanzar la diferencia con el euríbor a doce meses los 143 pb en junio de 2023. En el primer semestre de 2024, los tipos medios de mercado se mantuvieron estables respecto al mismo período de 2023, lo que, unido al notable aumento del coste de pasivo bancario, redujo significativamente este diferencial hasta los 64 pb (véase gráfico 2.9.a).

**Por su parte, el coste del capital de los bancos españoles se sitúa por debajo de su nivel a mediados del año anterior, pero ha repuntado ligeramente en el tercer trimestre**

Gráfico 2.10

**En el primer semestre de 2024 prosiguió el alza en la remuneración media de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en España, al tiempo que crecía el saldo de los depósitos a plazo**

2.10.a Saldo vivo de los depósitos de hogares y sociedades no financieras y tipo medio aplicado. Negocios en España



FUENTE: Banco de España.

**de 2024.** El coste del capital<sup>6</sup> siguió una senda descendente durante la segunda mitad de 2023 y la primera de 2024, pero experimentó un repunte moderado en el tercer trimestre de este año, hasta situarse en un rango entre el 8 % y el 11 %, un valor moderado en términos históricos e inferior al observado en junio de 2023 (véase gráfico 2.9.b).

**En cuanto a los depósitos de hogares y sociedades no financieras en los negocios en España, su retribución media siguió aumentando en el primer semestre de 2024, y ha proseguido el trasvase de fondos a la vista hacia depósitos de mayor plazo.** El volumen total de depósitos del sector privado no financiero en España aumentó un 5,2 % interanual en junio de 2024. Los depósitos a plazo de hogares y sociedades no financieras se incrementaron un 65,5 % en el período, lo que supone un 16,4 % del total (1,8 pp más que en diciembre de 2023). En junio de 2024, la retribución media del conjunto de depósitos alcanzó el 0,47 % en el caso de los hogares y el 1,17 % en los depósitos de empresas no financieras, pero se mantuvo contenida a pesar del crecimiento experimentado respecto a un año antes (véase gráfico 2.10.a).

**Las ratios de liquidez de los bancos españoles se mantuvieron en niveles holgados, sin observarse tampoco presiones de financiación.** En junio de 2024, la ratio de cobertura de liquidez<sup>7</sup> (LCR, por sus siglas en inglés) se situó en el 185,7 %, un nivel muy similar al alcanzado

6 El coste de capital es una magnitud no observada, cuya estimación está sujeta a una importante incertidumbre. El valor mostrado se calcula como el promedio ponderado de la estimación para los principales bancos cotizados españoles, y se muestra el valor medio y el rango máximo mínimo entre cuatro modelos de descuento de dividendos, véase Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, pp. 25-48.

7 La ratio de cobertura de liquidez (LCR) se define como el cociente entre los activos líquidos libres de cargas de una entidad y las salidas netas de liquidez que podrían producirse a lo largo de un escenario de tensión de 30 días naturales. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.

en diciembre de 2023 (186,3 %), y ampliamente por encima del mínimo regulatorio requerido. La ratio de financiación estable neta<sup>8</sup> (NSFR, por sus siglas en inglés), que mide la capacidad de financiación de las entidades a más largo plazo, aumentó ligeramente hasta el 133,9 % en junio de 2024, frente al 133 % observado seis meses antes, ampliando con ello su distancia respecto al umbral mínimo exigido del 100 %. Las ratios de préstamos sobre depósitos al sector privado no financiero continuaron reduciéndose y se situaron en el 97,3 % y el 79,9 % a nivel consolidado e individual, lo que contuvo el riesgo de tensiones de liquidez y financiación.

## 2.1.2 Rentabilidad y Solvencia

### *Rentabilidad*

**El resultado consolidado del sector bancario español en junio de 2024 experimentó un incremento del 22% respecto al año anterior, impulsado principalmente por el crecimiento del margen de intereses.** Esta mejora en el resultado neto se reflejó en un aumento de la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés), que creció hasta el 0,91 % (desde el 0,75 % de junio de 2023, véase gráfico 2.11.a). De manera similar, la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) aumentó más de dos pp hasta alcanzar el 13,9 %, por encima del rango de estimaciones del coste de capital. Sin el impacto del gravamen extraordinario a la banca, aplicable en ambos períodos<sup>9</sup>, el crecimiento interanual del resultado neto habría sido muy similar (22,6 %), el ROA se habría situado en el 0,95 % y el ROE en el 14,5 %. En términos de los activos ponderados por riesgo (APR) a junio de 2024 el gravamen representó un 0,11 %.

**Por geografías, el comportamiento de los beneficios fue heterogéneo** (véase gráfico 2.11.b). En términos interanuales hasta junio, aumentó de forma significativa en España y algo menos en Brasil y en México. En cambio, se redujo en Reino Unido y Turquía, y se mantuvo relativamente estable en Estados Unidos. Desde una perspectiva temporal más amplia, en los últimos cinco años los resultados en España y México han ido aumentando su peso sobre el beneficio agregado de las principales entidades con presencia internacional.

**El margen de intereses aumentó en el primer semestre de 2024, tanto en el negocio a nivel consolidado como en España, aunque en menor medida que en el primer semestre de 2023.** La mejora del margen de intereses fue causada fundamentalmente por el notable efecto precio (véase gráfico 2.12.a), resultado de un mayor diferencial entre los tipos de interés de los activos frente los pasivos en la primera mitad de 2024 respecto al mismo período del

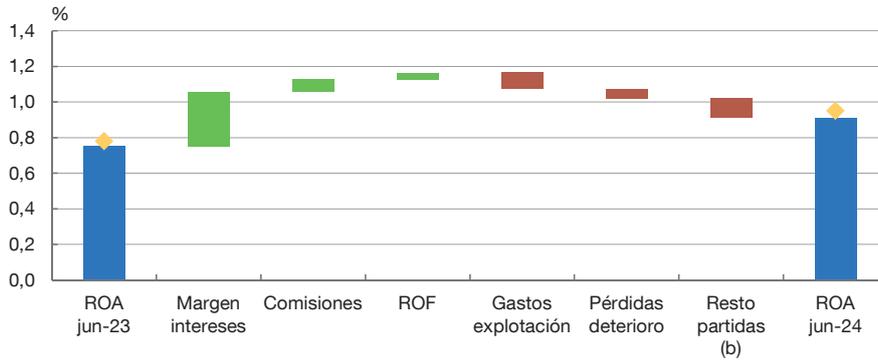
8 La ratio de financiación estable neta (NSFR) se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión.

9 Extrapolando al conjunto del ejercicio la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda en su [ejecución presupuestaria de junio de 2024](#), el importe del gravamen a satisfacer en 2024 ascendería a 1.687 millones de euros, un 45 % superior al importe satisfecho en 2023 de acuerdo con la información contenida en su [ejecución presupuestaria de diciembre de 2023](#).

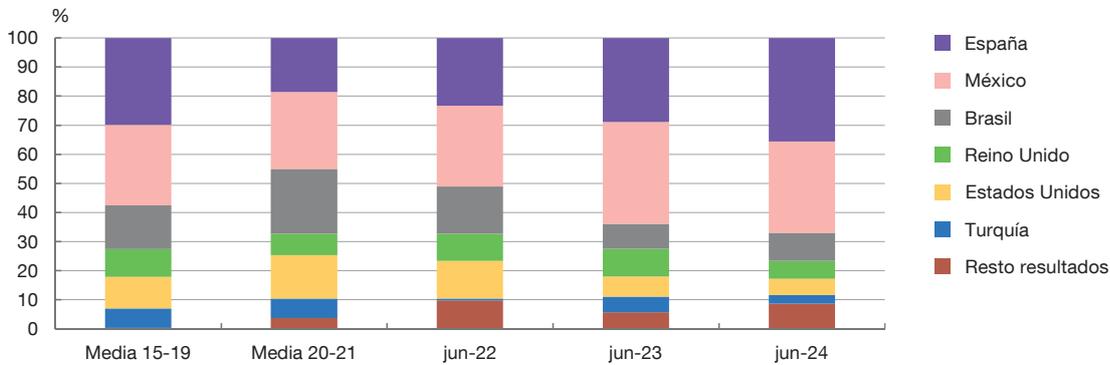
Gráfico 2.11

**En la primera mitad de 2024, el resultado consolidado creció un 22% interanual impulsado por el aumento del margen de intereses, mientras que, geográficamente, destacó la solidez del negocio en España y México**

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



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



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

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2024 respecto a junio de 2023. Los rombos amarillos muestran el ROA excluido el impacto del gravamen temporal a la banca.
- b Incluye, entre otras partidas, el gravamen temporal a la banca referido en la nota anterior.
- c De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es de más importancia y más extendida en el tiempo; la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría «Resto de resultados» incluye los resultados en el resto de los países y de los centros corporativos de las entidades.



año anterior. La tendencia descendente en el efecto precio podría mantenerse en los próximos trimestres si se cumplen las expectativas de los mercados de recortes en los tipos de interés. Aunque el efecto cantidad también fue positivo, su contribución a la mejora del margen de intereses fue significativamente menor que la del precio a nivel consolidado y tuvo un impacto mínimo en los negocios en España.

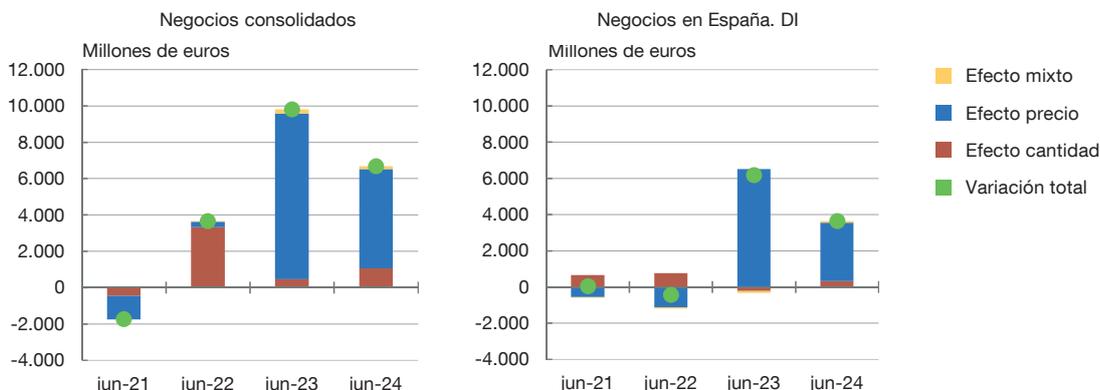
**En los negocios en España, los tipos medios de préstamo al sector privado no financiero habrían alcanzado su máximo en el primer semestre de este año, y se ven orientados a la baja por el descenso en los tipos de interés de referencia.** En consonancia con las proyecciones basadas en el patrón histórico<sup>10</sup>, ante la caída experimentada por el euríbor a

<sup>10</sup> El patrón histórico es capturado mediante un modelo de regresión multivariante que permite determinar la evolución esperada de los tipos de interés en base a la evolución del euríbor a 12 meses y de diversas variables macroeconómicas.

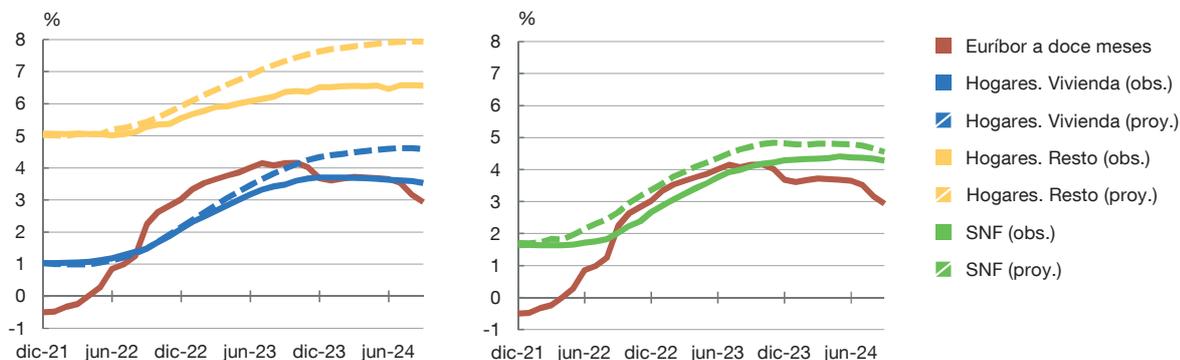
Gráfico 2.12

**El margen de intereses siguió aumentando en términos interanuales hasta junio de 2024 gracias, sobre todo, al efecto precio, si bien este ha sido menos intenso que en 2023, ante el agotamiento de la traslación de los mayores tipos de interés**

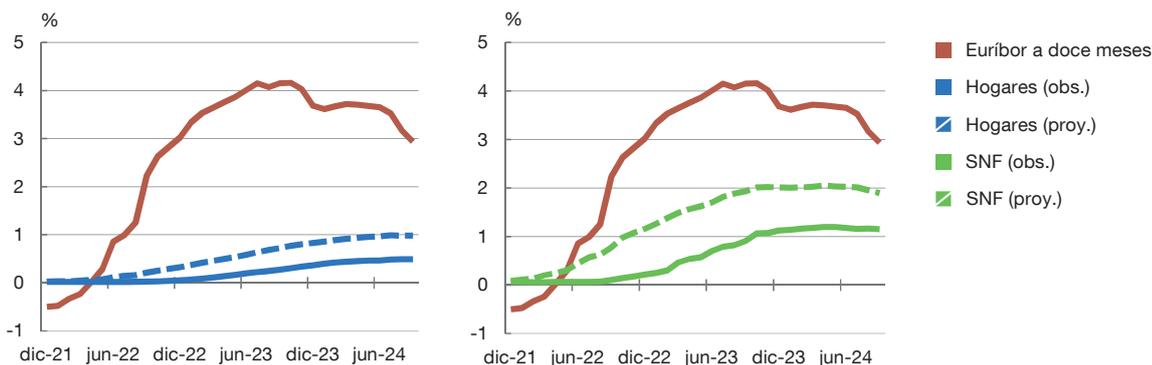
2.12.a Composición de la variación del margen de intereses (a)



2.12.b Evolución de los tipos de interés medios de los saldos vivos de préstamos y del euríbor a doce meses (b). Negocios en España



2.12.c Evolución de los tipos de interés medios de los saldos vivos de depósito y del euríbor a doce meses (b). Negocios en España



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 La proyección de la evolución de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios se ha llevado a cabo mediante un modelo SVAR estructural multivariante estimado con información histórica proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.

doce meses desde noviembre de 2023, los tipos medios de los préstamos a hogares para compra de vivienda y a empresas no financieras habrían empezado ya a reducirse —con descensos de 16 y 14 pb respectivamente con respecto a los máximos alcanzados en la primera mitad de 2024—, hasta situarse en el 3,5 % y el 4,3 % en septiembre de 2024 (véase gráfico 2.12.b). Hay que destacar también que estos niveles máximos alcanzados durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria se han situado por debajo de lo esperado de acuerdo con la experiencia histórica.

**Aunque de forma más contenida, el coste medio de los depósitos de las empresas no financieras en España también ha empezado a descender en los últimos meses, mientras que el de los depósitos de hogares se ha estabilizado.** El coste medio de los depósitos de empresas no financieras se ha reducido en 5 pb desde su máximo en mayo, hasta situarse en el 1,2 % en septiembre de 2024. El 86 % de dicha reducción se explicaría por la caída experimentada por los tipos de interés tanto de vista como de plazo, mientras que el 14 % restante se debería a un efecto composición motivado por el incremento del peso relativo de los depósitos a la vista, que ofrecen una menor remuneración (véase gráfico 2.12.c, panel derecho). Por su parte, el coste medio de los depósitos a hogares estaría ya muy próximo a su punto máximo dada la estabilización observada en los últimos meses (véase gráfico 2.12.c, panel izquierdo). Como en el caso de los préstamos, los niveles máximos alcanzados por los tipos de depósito han sido inferiores a su nivel esperado de acuerdo con datos históricos previos.

**Impulsado por el crecimiento del margen de intereses y otras partidas, y pese al incremento de los gastos de explotación, el margen de explotación también creció un 17,3 % entre los meses de junio de 2023 y 2024.** Además de la notable mejora del margen de intereses, las comisiones y el resultado de operaciones financieras también contribuyeron al aumento del margen de explotación. Por un lado, las comisiones se incrementaron casi un 10 % interanual en junio de 2024, mientras que, por otro lado, los resultados de operaciones financieras lo hicieron un 32 % (véase anejo 2). Frente a estas contribuciones positivas al resultado, los gastos de explotación también aumentaron (7,2 % en tasa interanual), aunque su contribución negativa al resultado fue más que compensada por las mejoras comentadas en la parte alta de la cuenta de resultados.

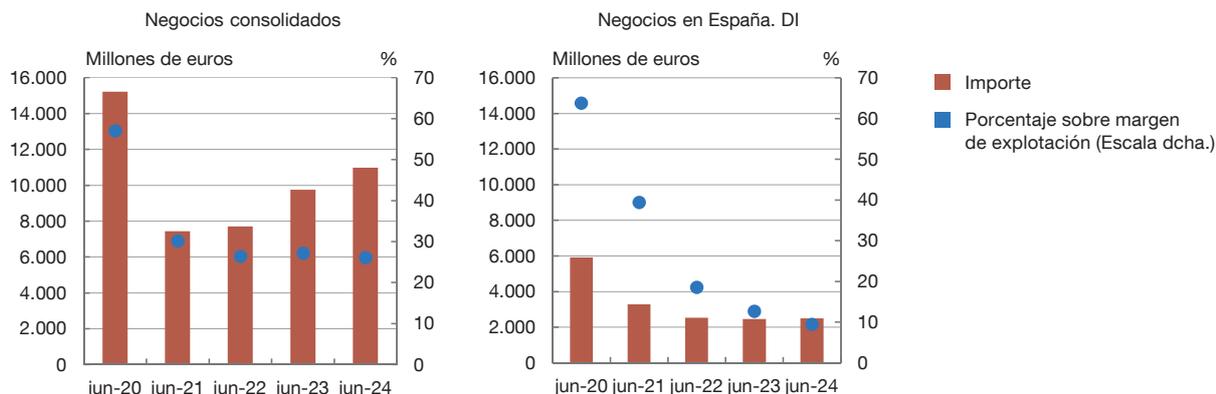
**El importe de las pérdidas por deterioros financieros aumentó en el primer semestre de 2024, pero no así su peso sobre el margen de explotación.** Así, presentaron tasas positivas de crecimiento interanual tanto a nivel consolidado (12,6 %) como en España (1,5 %). No obstante, su peso sobre el margen de explotación se mantuvo estable a nivel consolidado (cerca del 26 %, véase gráfico 2.13.a) y se redujo en 3,2 pp en los negocios en España (hasta el 9,5 %). En la primera mitad del año, las pérdidas por deterioro (sobre ATM) no fueron un factor destacado para explicar la variación del ROA entre entidades, presentando ambas variables una relación débil (véase gráfico 2.13.b).

**Por su parte, entre los determinantes de costes operativos, la preocupación de las entidades de crédito por los ciberriesgos se mantiene elevada a escala europea (véase**

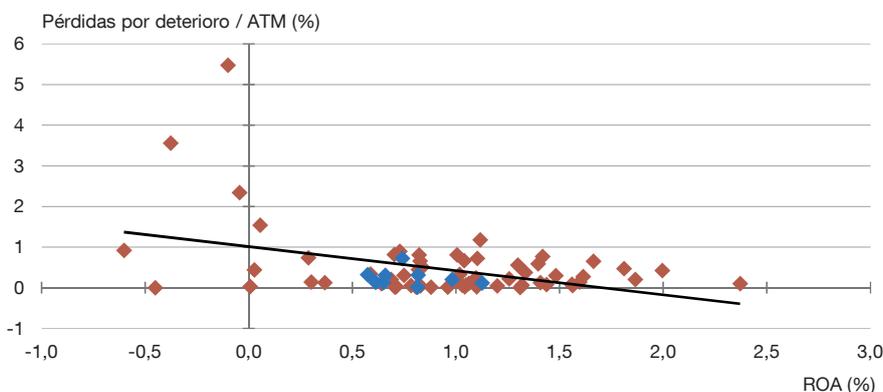
Gráfico 2.13

**Aunque el importe de las pérdidas por deterioros financieros registró un aumento interanual en el primer semestre de 2024, se han mantenido relativamente estables en términos del margen de explotación**

2.13.a Pérdidas por deterioros financieros



2.13.b Relación entre las pérdidas por deterioro y el ROA. Datos consolidados (a). Junio 2024



FUENTE: Banco de España.

a Se muestran en azul las entidades significativas.

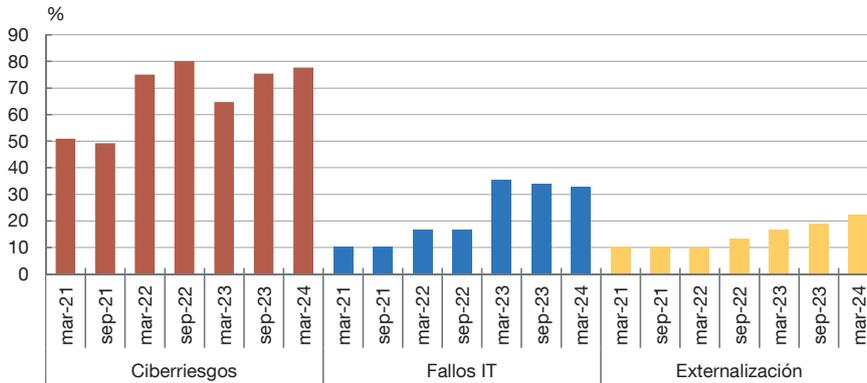
gráfico 2.14.a). La penetración de la tecnología digital en el sector y el impacto potencial de los incidentes más graves, maliciosos o no, justifican esa preocupación, compartida por las autoridades. Esta preocupación se ve reforzada por el crecimiento reciente de los incidentes graves en entidades europeas (véase gráfico 2.14.b).

**En el período de referencia de este informe se han materializado ciberincidentes destacados, no tanto por su impacto efectivo como por sus características.** Esto es así debido a que este tipo de incidentes además de su impacto operacional, plantean riesgos reputacionales y sobre el volumen de negocio. La interrupción de los servicios tecnológicos que ocasionó en julio en todo el mundo la actualización defectuosa de un componente de ciberseguridad de uno de los principales proveedores a escala mundial (*CrowdStrike*), ha supuesto una llamada de atención sobre los riesgos de la propagación de incidentes en entornos de servicios digitales altamente interconectados y con una gran concentración de proveedores.

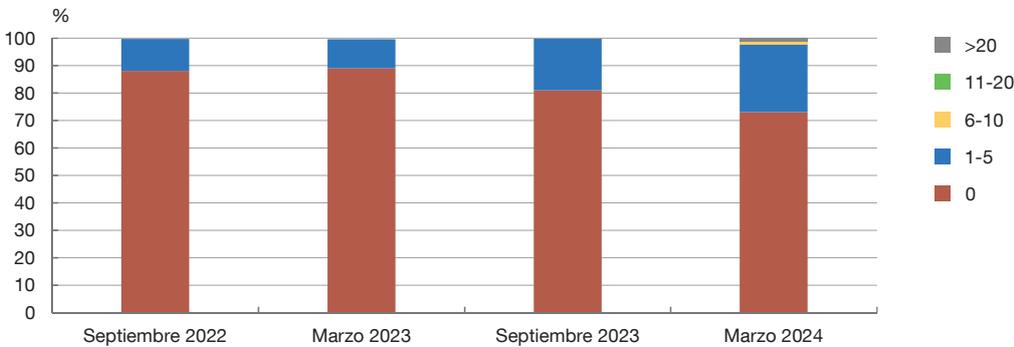
Gráfico 2.14

**Los ciberriesgos constituyen una fuente potencialmente muy importante de costes operativos, como ilustra el crecimiento de ciberataques exitosos con impacto significativo sobre los bancos europeos**

2.14.a Determinantes tecnológicos del riesgo operacional percibidos por los bancos en el ámbito europeo (a)



2.14.b Proporción de bancos europeos afectados por ciberataques exitosos con impacto tecnológico significativo (b)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

- a Los datos reflejan la frecuencia de distintos factores tecnológicos en las respuestas de las entidades a una encuesta relativa a los tres principales determinantes percibidos como causa del riesgo operacional. Las respuestas reflejadas en este gráfico omiten los determinantes no tecnológicos.
- b Las cifras reflejan la proporción de bancos por clases del número de incidentes de ciberseguridad con incidencia potencialmente adversa elevada en la red y en los sistemas de información que respaldan las funciones críticas de cada entidad financiera afectada. El cómputo de incidentes responde a las declaraciones de los bancos contribuidores a la encuesta de evaluación de riesgos de la Autoridad Bancaria Europea en el semestre precedente. Véase [Autoridad Bancaria Europea, Informe de evaluación de riesgos](#).

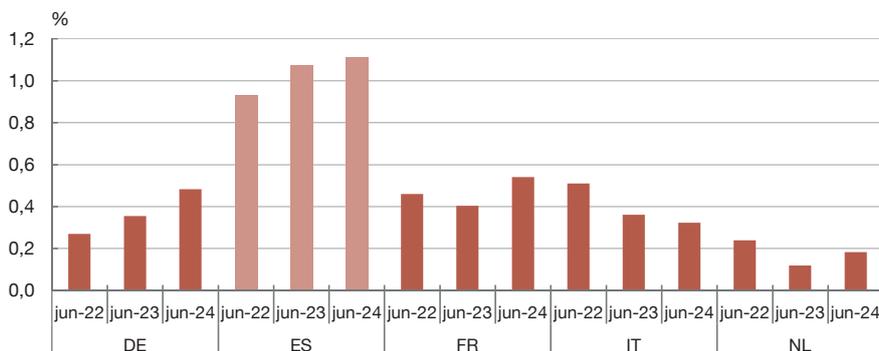
La corta duración del incidente limitó su impacto, pero el suceso ilustra la relevancia de las vulnerabilidades derivadas de los servicios prestados por terceros. Por otra parte, en la primavera, fue objeto de un acceso malicioso una base de datos de clientes de una entidad bancaria significativa española. La información sustraída carecía de relevancia transaccional inmediata, lo que limitó el impacto directo de este incidente.

**Los supervisores europeos vienen reconociendo la importancia que una rápida reacción de las entidades afectadas por un ciberincidente puede tener para contener su impacto.** Precisamente, el MUS eligió una prueba de ciberresiliencia como la prueba de resistencia temática para 2024, de acuerdo con sus prioridades para el período 2024-2026. En concreto, la prueba de resistencia evaluó cómo responderían los bancos y cómo se recuperarían de un incidente de ciberseguridad grave pero plausible, que les afectara de forma individual. En general, la prueba de resistencia mostró que los bancos cuentan con

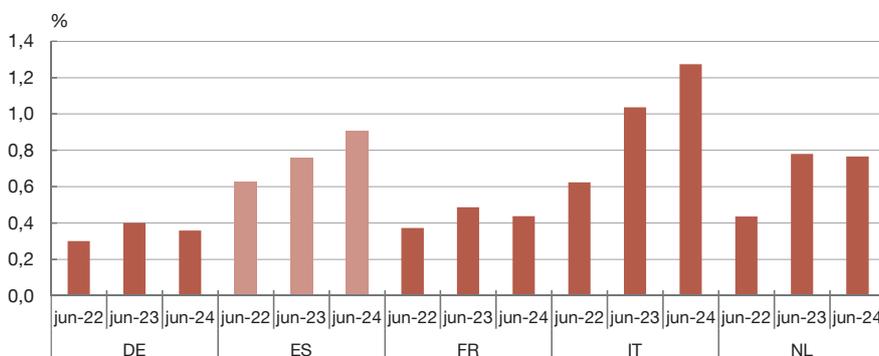
Gráfico 2.15

**La rentabilidad de las entidades españolas se sitúa entre las más altas de los principales países europeos, pese a que su coste del riesgo ha sido más elevado en los últimos años**

2.15.a Comparativa europea del coste del riesgo (a). Datos consolidados. Junio 2022-2024



2.15.b Comparativa europea del ROA. Datos consolidados. Junio 2022-2024



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a El coste del riesgo se define como dotación a provisiones entre préstamos brutos.

marcos de respuesta y recuperación, pero aún quedan importantes áreas por mejorar<sup>11</sup>. Los resultados de la prueba se incorporarán al Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (SREP) de 2024 y han ayudado a que los bancos tomen conciencia de las fortalezas y debilidades de sus marcos de resiliencia cibernética.

**En cuanto a la comparativa europea de rentabilidad, a pesar de un coste del riesgo más elevado en términos relativos, el sector bancario español se situó en junio de 2024 el segundo entre los principales países europeos.** El coste del riesgo de las entidades españolas en los últimos años ha sido el más alto entre los principales países europeos (véase gráfico 2.15.a). No obstante, pese a este coste del riesgo, el ROA de las entidades españolas ha sido de los más altos, solo superado por Italia (véase gráfico 2.15.b)<sup>12</sup>. Asimismo, mientras que se observa una tendencia creciente de la rentabilidad de España e Italia, en el resto de los principales países

<sup>11</sup> Véase [nota de prensa del MUS](#).

<sup>12</sup> La diferencia entre la cifra de 0,93% del ROE en el gráfico 2.15.b y el nivel del 0,91% citado en el primer párrafo de esta sección y en el gráfico 2.11.a se debe a que la primera se refiere a la muestra de las principales entidades (que representan alrededor del 90% del total activo consolidado del sistema) utilizada por la EBA y la segunda al total de entidades de depósito del sistema bancario español.

Europeos la rentabilidad ha caído en el primer semestre de 2024 respecto al mismo período del año anterior, lo que refleja plausiblemente la distinta sensibilidad de los modelos de negocio de las entidades de cada país a la evolución de los tipos de interés de referencia.

### *Solvencia*

**La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) se situaba en el 13,3% en junio 2024, incrementando ligeramente respecto al mismo mes del año previo.** Este incremento fue de 15 pb, sustentado por una contribución positiva del capital CET1 (numerador de ratio), el cual se expandió 4,5 % para el mismo período. De esta forma, se compensó la contribución negativa de los activos ponderados por riesgo (APR, denominador de la ratio), cuyo crecimiento interanual fue de 3,3 % (véase gráfico 2.16.a). Este comportamiento de los APR fue consecuencia tanto de un aumento de los activos, que se expandieron un 1,1 %, como de su perfil de riesgo, reflejado en un incremento de la densidad de los APR de 80 pb en el mismo período.

**En comparación con el resto de las economías europeas de mayor tamaño, la ratio de CET1 del sistema bancario español se mantiene en un nivel inferior.** En el cierre de junio de 2024, la ratio de CET1 para España permaneció por debajo de la de países como Alemania, Francia, Italia y Países Bajos (véase gráfico 2.16.b, panel izquierdo)<sup>13</sup>. Este menor nivel para España se ve influido por factores distintivos tales como el menor uso de modelos internos, que se traduce en una mayor densidad de activos.

**La ratio de apalancamiento de las entidades españolas se sitúa en un nivel cercano al de las entidades de los principales países europeos.** La ratio de apalancamiento del sistema bancario español se situó en el 5,5 % a junio de 2024, ligeramente por encima de la de Francia, a un nivel comparable a la de Alemania e inferior a las de Italia y Países Bajos (véase gráfico 2.16.b, panel derecho).

**El componente voluntario de la ratio de capital CET1 del sistema bancario español se ha mantenido estable desde el inicio del ciclo de subidas de los tipos de interés de política monetaria.** En particular, el capital CET1 voluntario se situó en 3,43 % de los APR en junio de 2024, solo 4 pb por debajo de su valor en junio del año previo<sup>14</sup>. Asimismo, tomando como referencia el último valor disponible, la proporción de CET1 voluntario sobre APR se situó para las entidades españolas 1,5 pp por debajo de la media observada para el conjunto de la UE (muestra de entidades significativas, incluidas las españolas). Esta brecha en términos de capital voluntario de las entidades españolas con sus comparables de la UE es aproximadamente la mitad de la diferencia total que mantienen en términos de la ratio de CET1, debido en buena medida a que sus requerimientos de capital son menores.

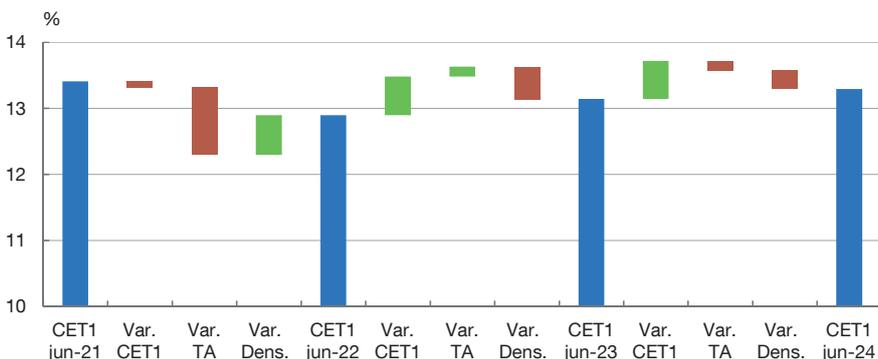
<sup>13</sup> La ratio de CET1 del sistema bancario español utilizada en el panel a del gráfico 2.16 difiere de la del panel b, pues este segundo (la reportada por la Autoridad Bancaria Europea) considera solo los diez principales bancos españoles.

<sup>14</sup> El capital voluntario es calculado como la ratio de CET1 menos los requisitos mínimos de CET1 y los requisitos combinados de colchón y guía de Pilar 2.

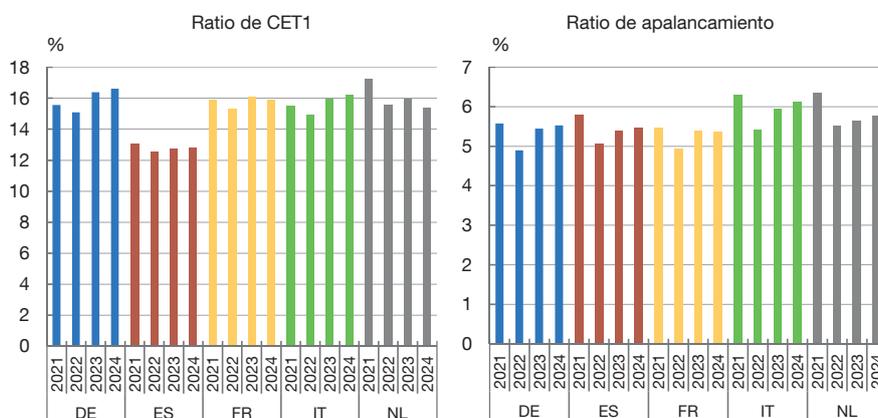
Gráfico 2.16

**La ratio de CET1 y el colchón voluntario de capital del sistema bancario español se han mantenido estables desde junio de 2022, permaneciendo su nivel por debajo del de otros bancos europeos**

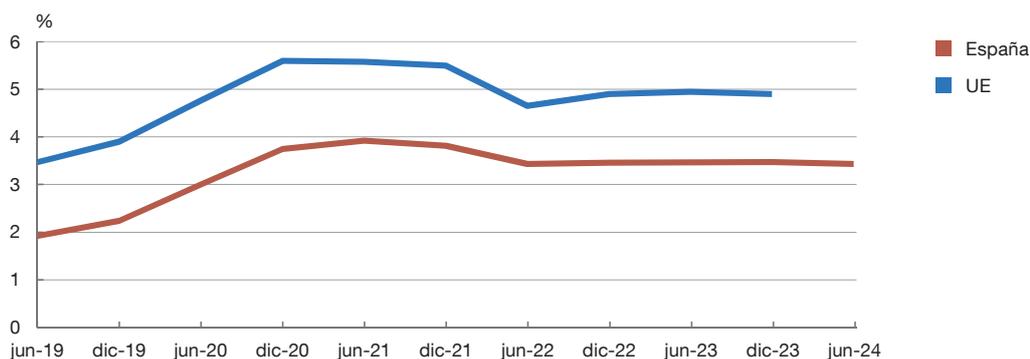
2.16.a Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre 2021 y 2024 (a). Datos consolidados



2.16.b Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados en junio de cada año



2.16.c Evolución del componente de capital voluntario en la ratio de CET1 (b). Datos consolidados



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

- a La ratio de CET1 se descompone por su variación de CET1, total activos (TA) y densidad (Dens.), donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre total activos. Por tanto, la ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre TA x Dens. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.
- b El capital voluntario se calcula como la diferencia entre la ratio de CET1 y los requisitos mínimos de CET1, requisitos combinados de colchón y guía de pilar 2. Los valores para España se calculan utilizando todas las entidades de depósito a nivel consolidado. Los valores para la UE corresponden a una muestra de bancos que reportan a la Autoridad Bancaria Europea.



## 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

### 2.2.1 Sector financiero no bancario

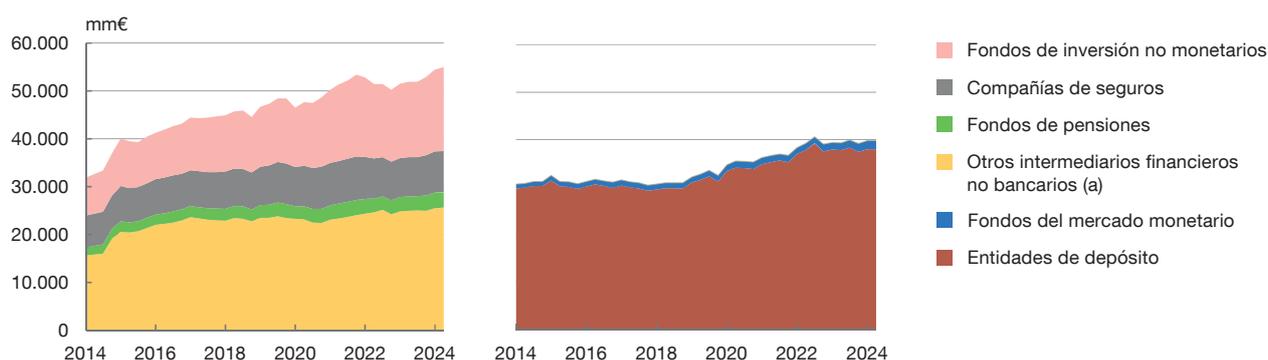
#### *Evolución del conjunto del sector financiero no bancario*

**El volumen de activo del sector financiero no bancario (SFNB) del área del euro ha continuado con su tendencia de crecimiento durante el primer trimestre de 2024, y ha excedido su nivel previo a la caída observada hacia finales de 2022.** Esta tendencia de aumento del volumen de activos en este sector, presente ya desde comienzos de 2023, se aceleró en el último trimestre de ese mismo año y en el primero de 2024 (véase gráfico 2.17). Aunque el SFNB español ha experimentado un crecimiento similar en este período, su peso relativo sobre el total del sistema financiero español continúa siendo mucho menor que en el

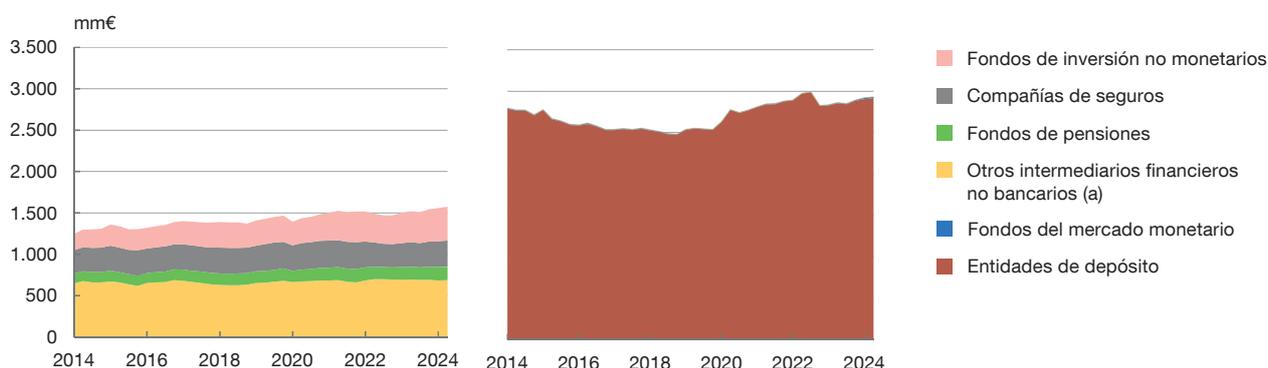
Gráfico 2.17

**El activo total del SFNB del área del euro ha crecido durante la primera mitad de 2024, superando su nivel previo a los descensos que experimentó en 2022**

2.17.a Evolución del activo total de los diferentes sectores financieros en el área del euro. Datos a nivel no consolidado



2.17.b Evolución del activo total de los diferentes sectores financieros en España. Datos a nivel no consolidado



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

a «Otros intermediarios financieros no bancarios» incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las SGIC, sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades holding, filiales instrumentales emisoras de valores y resto de entidades financieras especializadas. En el caso de España y en el último trimestre de 2023, las sociedades de holding y los fondos de titulización contribuían, respectivamente, el 52 % y el 24 % del activo total del sector, que se elevaba a 638 mm de euros.

caso del conjunto del área del euro (respectivamente, 35 % y 58 % de activo total en el segundo trimestre de 2024).

**Tanto en el área del euro como en España, este crecimiento del SFNB ha venido liderado por el sector de los fondos de inversión.** El activo total de estos aumentó más de un 11 % en el área del euro y más de un 10 % en España entre el segundo trimestre de 2023 y el segundo trimestre de 2024. Estos crecimientos han venido acompañados de un aumento continuado de los flujos de inversión durante la primera mitad de 2024, extendiendo la tendencia del año anterior.

### Fondos de inversión

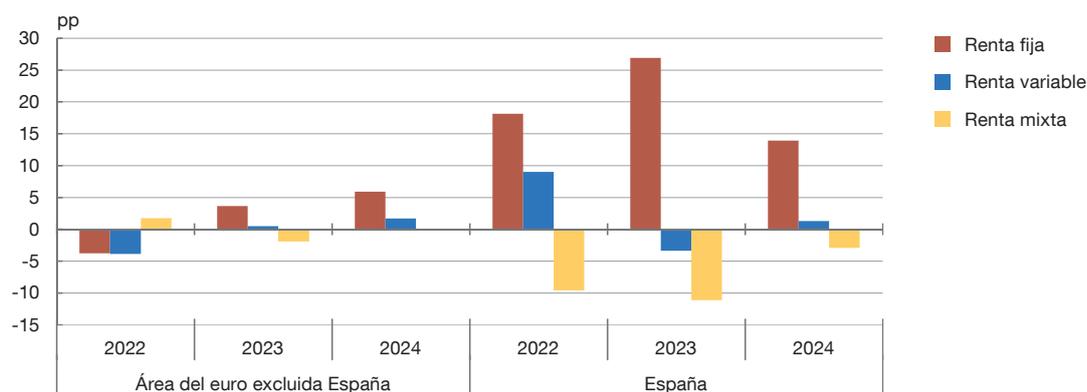
**Las entradas netas de capital han aumentado en 2024 en los fondos de renta fija.** Esta evolución ha sido generalizada en los países del área del euro, siendo más intensa en España (gráfico 2.18.a). Esta circunstancia podría responder a la todavía elevada remuneración a vencimiento que ofrecen estos activos, que en algunos casos ha seguido siendo superior a la rentabilidad que ofrecen los depósitos bancarios. En este contexto, el peso de las tenencias de renta fija en los activos de los fondos domiciliados en España continúa siendo superior al del resto del área del euro, con pesos respectivos del 48 % y 35 % en marzo de 2024.

**La dinámica de los flujos de capital ha sido más estable en el resto de las categorías de fondos, con algunas excepciones.** En particular, en el caso de los vehículos mixtos españoles se han producido salidas netas en el conjunto del año, mientras que en el resto de

Gráfico 2.18

**Las entradas de capital continuaron siendo importantes durante 2024 en los fondos de renta fija, sobre todo en España**

2.18.a Flujos de fondos de inversión (a)



FUENTE: Banco Central Europeo (Investment fund statistics).

a Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión en cada zona y año (en 2024, se cuenta con datos hasta agosto). Dicho cambio se expresa como porcentaje del valor de las participaciones vivas de los fondos en una fecha inicial (enero de 2020). Este valor es similar al activo de los fondos en ausencia de apalancamiento. Las entradas o salidas netas de capital se aproximan a partir de las transacciones de participaciones emitidas por los fondos.

países europeos el comportamiento de los flujos ha sido más estable. Esta evolución podría explicarse por la reorientación de flujos hacia los vehículos que invierten en mayor medida en el mercado de bonos doméstico. Estos valores ofrecen rentabilidades más altas a vencimiento que en otras jurisdicciones (por ejemplo, el tipo de los bonos del Tesoro español es más alto que el del equivalente alemán).

### *Fondos de pensiones*

**Las aportaciones a fondos de pensiones han seguido disminuyendo pese al aumento de su rentabilidad y de su activo total.** Continúa la tendencia bajista, iniciada en 2021, de las aportaciones brutas a fondos de pensiones, que se han reducido en más de un 10 % interanual hasta junio de 2024. Los menores incentivos fiscales a las aportaciones a fondos de pensiones individuales siguen lastrando los incentivos a invertir en estos instrumentos. Por otra parte, su rentabilidad histórica a largo plazo (25 años) ha aumentado 5 pb con respecto a junio de 2023, por lo que se sitúa en el 2,3 % en junio de 2024, muy por debajo de la rentabilidad media anual, a más corto plazo, que ha pasado del 3,7 % en junio de 2023 al 8,9 % en el mismo mes de 2024. En cuanto al activo total de los planes de pensiones, este ha aumentado un 6 % en junio de 2024 respecto al mismo mes del año anterior.

### *Establecimientos financieros de crédito*

**La cuota de mercado de los establecimientos financieros de crédito (EFC) mantuvo en junio de 2024 la ligera tendencia al alza de los últimos años.** En este mes, la cuota de los EFC sobre el conjunto del crédito proporcionado por estos y las entidades de depósito al SPNF se situaba en el 3,8 %, 0,1 pp más que 12 meses antes. La mayor parte de esta cuota corresponde, sin embargo, a los EFC que consolidan en grupos bancarios (3,1 %), cuyo peso en el crédito total de los EFC es del 82 %.

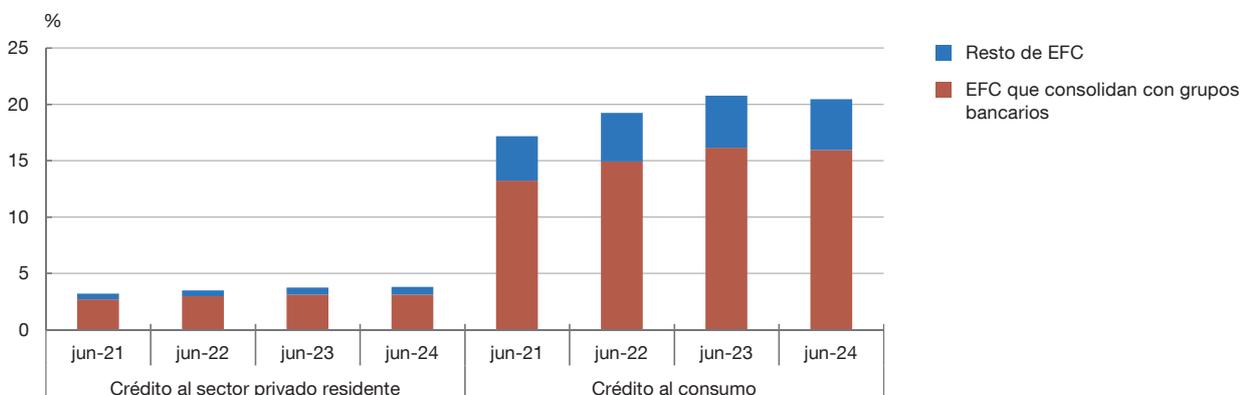
**La cuota de mercado de los EFC es considerablemente mayor en el segmento de crédito al consumo, aunque se ha reducido ligeramente hasta junio de 2024.** Esta alcanzaba el 20,5 % en junio de 2024, lo que supone un descenso de tres décimas con respecto al mismo mes de 2023. La cuota de mercado en el crédito al consumo correspondiente a las EFC que consolidan en grupos bancarios era del 16 % en junio de 2024, con un descenso interanual de 0,1 pp (véase gráfico 2.19.a).

**La fuerte moderación del crecimiento del crédito al consumo proporcionado por los EFC ha contribuido a su pérdida de cuota en este segmento.** Su tasa de variación interanual en junio de 2024 ha sido del 3,7 %, 6,5 pp menos que hace 12 meses (véase gráfico 2.19.b, panel izquierdo), lo contrario que en las ED, cuyo crédito al consumo ha crecido en tasa interanual un 5,7 %, 5,5 pp más que hace un año. Parte del menor crecimiento del crédito al consumo proporcionado por EFC aparece asociado a la gestión del riesgo de crédito en este tipo de préstamos dentro de los grupos bancarios en que consolidan.

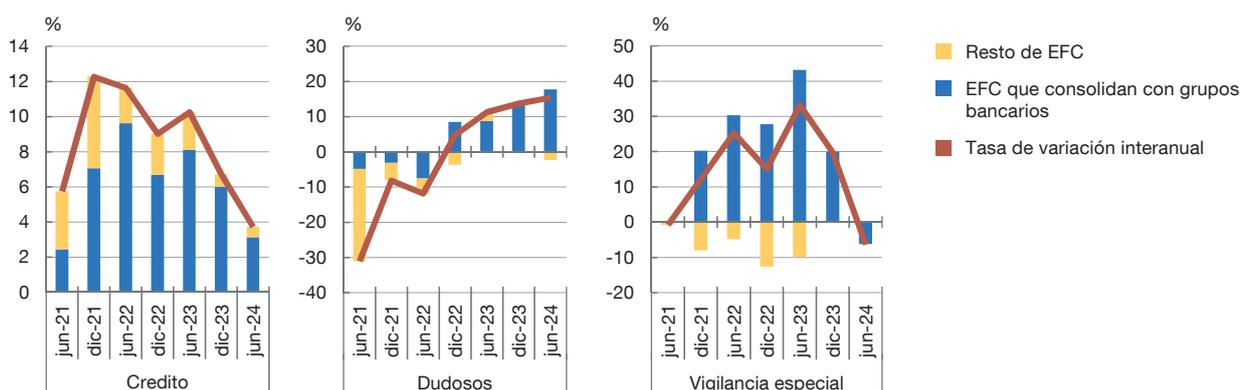
Gráfico 2.19

**La cuota de crédito de los EFC en el conjunto del sistema (EFC y ED) volvió a crecer moderadamente en 2024, aunque descendió ligeramente en el crédito al consumo, cartera en la que crece el crédito dudoso pero desciende el clasificado en vigilancia especial**

2.19.a Peso del crédito de las EFC sobre el crédito de entidades de depósito y EFC, por carteras. Negocios en España. DI



2.19.b Crédito al consumo. Variación interanual del crédito, de los dudosos y de los préstamos en vigilancia especial. Contribuciones por tipo de entidad. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

**Se observa también un deterioro moderado de la calidad del crédito al consumo proporcionado por los EFC.** Los activos dudosos en este segmento presentaban un aumento interanual del 15,4 % en junio de 2024 (frente al -1 % en las ED), 1,7 pp superior a la de diciembre de 2023 y 4,2 pp superior a la tasa observada en junio de 2023 (véase gráfico 2.19.b, panel central). Así, la ratio de dudosos de los EFC en el segmento de consumo ha aumentado en los últimos 12 meses 0,4 pp, hasta el 3,8 %. Por su parte, los créditos al consumo de los EFC en vigilancia especial se han reducido en tasa interanual un 6,4 % hasta junio (cuando en las ED estos créditos han aumentado un 24,6 %), lo que corrige en parte el fuerte crecimiento registrado hasta diciembre de 2023 (19,7 %) (véase gráfico 2.19.b, panel derecho). En todas estas evoluciones hay que resaltar la relevancia

que tienen las entidades que consolidan en los grupos bancarios, dado el gran peso que tienen en el conjunto de EFC.

### 2.2.2 Interconexiones sistémicas

**Las interconexiones directas<sup>15</sup> entre el sector de entidades bancarias y fondos del mercado monetario<sup>16</sup> y el resto de los sectores financieros han disminuido en España entre el segundo trimestre de 2021 y el mismo período de 2024.** Tanto desde el punto de vista del activo como del pasivo, esta disminución ha venido liderada por las tenencias por parte de las entidades bancarias y fondos del mercado monetario de activos y pasivos procedentes de otros intermediarios financieros no bancarios, es decir, excluyendo fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión no monetarios<sup>17</sup> (véase gráfico 2.20). Por el contrario, las exposiciones entre las propias entidades del sector de bancos y fondos del mercado monetario, dominadas por las operaciones interbancarias, han aumentado casi 1 pp entre junio de 2021 y junio de 2024, aunque su importancia permanece limitada en relación con el activo total del sector en el caso de España (4,6 % en junio de 2024). En el conjunto del área del euro, las interconexiones entre las entidades bancarias y los fondos del mercado monetario y el resto de sectores financieros se han mantenido estables durante este período, mientras que, en línea con lo observado en España, las interconexiones dentro del sector de entidades bancarias y de fondos del mercado monetario han aumentado en torno a 2 pp, explicado en buena medida también por las dinámicas del mercado interbancario.

**El riesgo de contagio en el mercado interbancario doméstico aparece contenido, en particular en el caso de las entidades de mayor relevancia sistémica.** Haciendo uso de un modelo de contagio de tensiones financieras<sup>18</sup> se han estimado las pérdidas adicionales por

---

15 Consideramos como interconexiones directas las tenencias cruzadas de activo y pasivo entre los diferentes sectores financieros.

16 Como se ha mostrado en la sub-sección anterior, en el caso de España, el peso de los fondos del mercado monetario en relación con las entidades de depósito (sector bancario) es prácticamente nulo en el agregado formado por ambos grupos de entidades. Se utiliza esta clasificación aquí para propósitos de comparación con la información estadística disponible para el área del euro, que agrega los dos subsectores.

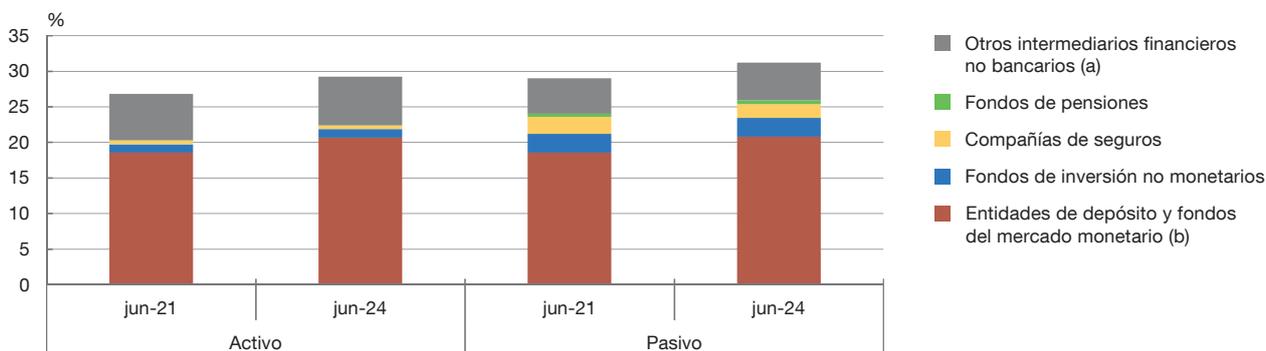
17 La categoría de otros intermediarios financieros no bancarios incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades *holding*, filiales instrumentales emisoras de valores y resto de entidades financieras especializadas. En el caso de España y en el último trimestre de 2023, las sociedades de *holding* y los fondos de titulización contribuían, respectivamente, el 52 % y el 24 % del activo total del sector.

18 Para más información, véanse [Battiston et al. \(2014\)](#) y [Carro y Stupariu \(2024\)](#). En particular, el ejercicio realizado evalúa la sensibilidad del sistema ante deterioros significativos de la solvencia, como los que se producen en escenarios adversos extremos. Es importante destacar, sin embargo, que, en la práctica, los bancos no experimentarían los impactos negativos completos en capital en un escenario adverso de pruebas de resistencia de manera instantánea, sino de forma gradual. De este modo, las entidades podrían reaccionar ajustando sus exposiciones interbancarias para reducir su riesgo frente a las instituciones más afectadas. No obstante, estas acciones podrían provocar un endurecimiento considerable de las condiciones de financiación en el mercado interbancario. Además, si el deterioro de la solvencia utilizado como *shock* inicial se incorpora a las expectativas de mercado una vez se materializan riesgos al inicio del horizonte del ejercicio, el contagio podría ser más rápido y aproximarse más a los supuestos de esta simulación.

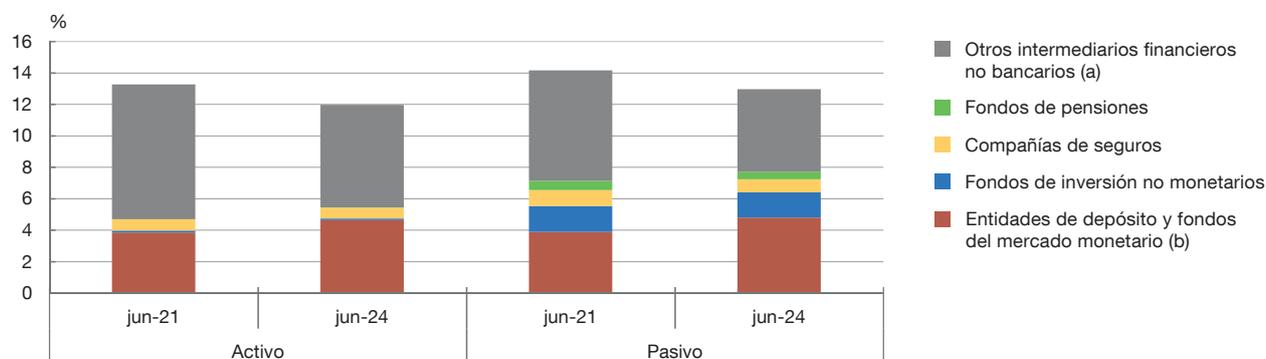
Gráfico 2.20

**El peso de las interconexiones directas entre el sector bancario y el resto de sectores financieros disminuyó en 2024 en España, mientras que se mantuvo estable en el conjunto del área del euro**

2.20.a Descomposición del activo y pasivo de las entidades de depósito y fondos del mercado monetario del área del euro procedente de exposiciones al resto de sectores financieros (% sobre activo total)



2.20.b Descomposición del activo y pasivo de las entidades de depósito y fondos del mercado monetario españoles procedente de exposiciones al resto de sectores financieros (% sobre activo total)



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

- a «Otros intermediarios financieros no bancarios» incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las SGLIC, sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades holding, filiales instrumentales emisoras de valores y resto de entidades financieras especializadas. En el caso de España y en el último trimestre de 2023, las sociedades de holding y los fondos de titulización contribuían, respectivamente, el 52 % y el 24 % del activo total del sector.
- b Tanto para España como para el área del euro el tamaño del sector de las entidades de depósito es mucho mayor que el tamaño del sector de los fondos del mercado monetario. En particular, las entidades de depósito españolas tenían un activo total de 2.912 mm de euros en el segundo trimestre de 2024, mientras que los fondos del mercado monetario españoles tenían tan solo 19 mm de euros. En el caso del área del euro, estas cifras eran, respectivamente, 37.929 mm de euros y 1.797 mm de euros.

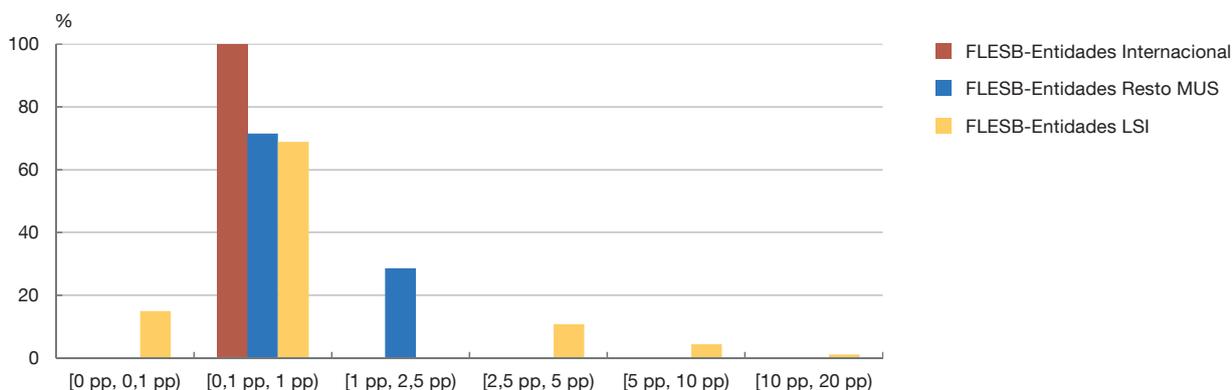
ajustes de la calidad crediticia en las posiciones interbancarias<sup>19</sup> después de un *shock* inicial al capital bancario en línea con el resultado del escenario adverso de las pruebas de resistencia descritas en el recuadro 2.1. De esta manera, se observa que, a pesar de los supuestos severos del ejercicio de simulación, los descensos de la ratio CET1 por contagio estimados para las entidades de más relevancia sistémica y actividad internacional (FLESB – Entidades

19 Este modelo se centra en las reducciones del valor esperado de los activos interbancarios que se producen como consecuencia de movimientos adversos en la calidad crediticia de los prestatarios correspondientes. En particular, el contagio se produce cuando un *shock* negativo que afecta al capital de un prestatario lleva a sus prestamistas a revisar negativamente la probabilidad de incumplimiento de sus exposiciones a este prestatario y, por tanto, a reducir el valor esperado de dichas exposiciones al vencimiento.

Gráfico 2.21

**El riesgo de contagio en el mercado interbancario doméstico por medio del canal de la calidad crediticia aparece contenido, en particular para las entidades con mayor relevancia sistémica**

2.21.a Distribución ponderada por activo total de impactos (sobre APR de 2023) por contagio según tipo de entidad (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a** Los impactos representados se deben exclusivamente al contagio a través de la red de exposiciones interbancarias, y se producirían de manera adicional al impacto directo del shock inicial aplicado sobre algunas de las entidades del sistema. Como shock inicial, a cada entidad incluida en el ejercicio de resistencia FLESB descrito en el recuadro 2.1 se le aplica el consumo medio de capital correspondiente a la submuestra a la que pertenece: entidades significativas con mayor actividad internacional (Internacional), resto de entidades significativas con supervisión directa del MUS (Resto MUS) y un grupo de entidades menos significativas bajo supervisión directa del Banco de España (LSI, por sus siglas en inglés). El consumo de capital medio corresponde al horizonte completo (2024-2026) de proyección del escenario. Para la simulación del contagio se ha utilizado el modelo DebtRank (ver Battiston *et al.*, 2014; Carro y Stupariu, 2024).
- b** En el segundo trimestre de 2024, el activo total de los grupos de entidades FLESB-Entidades Internacional, FLESB-Entidades Resto MUS y FLESB-Entidades LSI era, respectivamente, 1.436, 1.041 y 177 mm de euros.

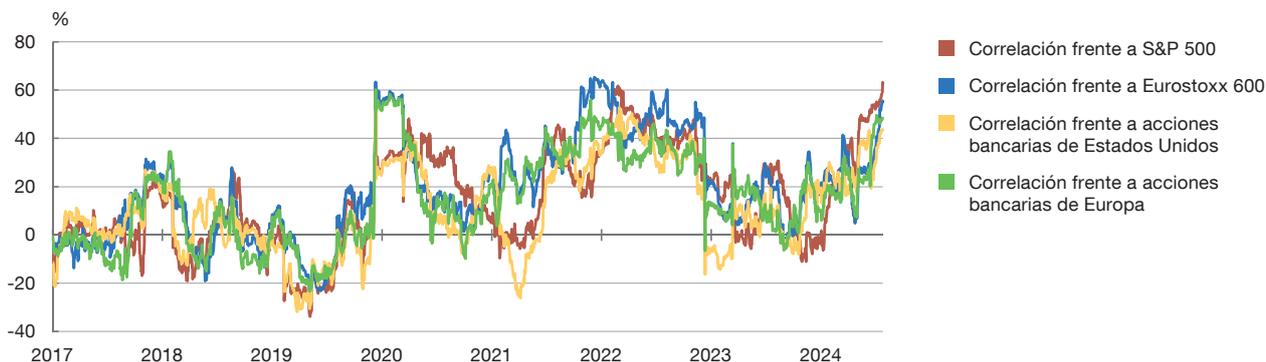
Internacional), así como los descensos estimados para la mayor parte del peso correspondiente al resto de entidades de importancia sistémica (FLESB-Entidades Resto MUS), son inferiores a 1 pp (véase gráfico 2.21). Por otro lado, solo un 16 % del peso de entidades LSI en el ejercicio FLESB se enfrentaría a pérdidas superiores a 2,5 pp de su ratio CET1<sup>20</sup>.

**Además de las interconexiones directas entre intermediarios financieros, existen también interconexiones indirectas entre ellos asociadas a la estructura de sus inversiones.** Como se ha señalado en IEF anteriores<sup>21</sup>, las tenencias comunes de valores negociables entre el sector bancario y otros tipos de intermediarios, como fondos de inversión y de pensiones, y compañías de seguros, generan la posibilidad de que las ventas por parte de un sector, por ejemplo, ante una perturbación de liquidez, generen pérdidas patrimoniales a los otros, al reducir los precios de los valores vendidos. Estas tenencias comunes corresponden en parte a valores de deuda de las administraciones públicas, lo que limita parcialmente este riesgo, siendo mantenidos en buena medida como reserva de liquidez con la que afrontar perturbaciones (véase por ejemplo la sección 2.1.1. de este capítulo). En el caso del sector bancario español, el peso de estas tenencias comunes, con fondos de inversión y

**20** En el segundo trimestre del 2024, el activo total de los grupos de entidades FLESB-Entidades Internacional, FLESB-Entidades Resto MUS y FLESB-Entidades LSI era, respectivamente, 1.436 mm de euros, 1.041 mm de euros y 177 mm de euros. Las tensiones en el mercado interbancario tendrían también un impacto sobre otras entidades no incluidas en estos grupos, sin que se identifique ningún efecto sistémico.

**21** Véase el Gráfico 2.25 del IEF de primavera de 2024.

## 2.22.a Correlación entre los rendimientos diarios de un índice de criptoactivos y activos tradicionales (a)



FUENTES: LSEG y MVIS Investable Indices.

a 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. Las correlaciones se calculan con ventanas móviles de tres meses de los rendimientos diarios en cada índice. Los rendimientos de las acciones bancarias de Estados Unidos y de las europeas se refieren a índices bancarios para cada una de estas regiones.

de pensiones, y con compañías de seguros, alcanzaba un porcentaje en torno al 45 % de su cartera de valores negociables en el segundo trimestre de 2024.

**Desde comienzos de 2024 se observa un aumento de la correlación entre el rendimiento de los criptoactivos y el de ciertos activos financieros tradicionales.** Se ha analizado la correlación entre el rendimiento diario de un índice de criptoactivos y varios índices bursátiles, entre los que se encuentran los índices de las bolsas de Estados Unidos y Europa, además de subíndices bancarios para ambas regiones. Especialmente desde la crisis sanitaria del COVID-19, estas correlaciones se han situado en terreno positivo, alcanzando un primer máximo histórico en 2022, y retornando durante 2024 a valores próximos a este pico (véase gráfico 2.22). De esta forma, los inversores en criptoactivos aparecen expuestos a correcciones a la baja en su valor cuando se producen tensiones más generales en los mercados financieros, asociadas a caídas en las valoraciones de los mercados de renta variable.

**EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL**

Este recuadro presenta los principales resultados del ejercicio realizado por el Banco de España para medir la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante la materialización de riesgos sistémicos sobre el entorno macrofinanciero en el horizonte 2024-2026. El ejercicio se ha realizado aplicando el marco metodológico de pruebas de resistencia FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*)<sup>1</sup>, para evaluar la solvencia del sistema bancario bajo distintos escenarios macrofinancieros. En concreto, se han considerado tres escenarios: un escenario base y uno adverso, cuya narrativa e impactos están en línea con los de la última prueba de resistencia *EU Wide* coordinada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) en 2023<sup>2</sup>, y un escenario intermedio diseñado por el Banco de España.

Como en anteriores ocasiones, el ejercicio considera la hipótesis de balance dinámico<sup>3</sup>, por lo que el tamaño del balance de las entidades también se proyecta en función de los escenarios macroeconómicos<sup>4</sup>.

Este recuadro se centra en los resultados sobre la solvencia del sistema bancario, si bien también se ha realizado un análisis sobre su liquidez, que no refleja señales de tensión para el sector bancario ni diferencias significativas respecto al ejercicio previo<sup>5</sup>.

**Descripción de los escenarios**

El escenario base está alineado con las previsiones económicas efectuadas a finales de 2023 y contempla un crecimiento promedio del PIB del 1,7 % para el período 2024-2026. La inflación se situaría en el promedio del 2,4 % anual en el horizonte del ejercicio, mientras que el

euríbor a 12 meses se estabilizaría en el 3,1 % y el rendimiento de la deuda pública a 10 años en el promedio del 4,2 % (véanse gráficos 1 y 2).

El escenario intermedio refleja un entorno en el que la inflación repunta por encima de la recogida en el escenario base (4,1 % en promedio), principalmente debido a aumentos en los precios de la energía y los alimentos. Esto conduciría a un endurecimiento de la política monetaria, con tipos de interés más elevados hacia el final del período de proyección. En concreto, los tipos de interés también serían superiores a los del escenario base, con el euríbor a 12 meses alcanzando el promedio del 4,8 % y el tipo de la deuda pública a 10 años situándose en el 5 % promedio. En este escenario, el crecimiento económico sería más moderado, con una tasa promedio del 0,5 % entre 2024 y 2026.

El escenario adverso contempla una situación de estanflación derivada de un empeoramiento de las tensiones geopolíticas y de interrupciones en las cadenas de valor a escala global, acompañado de un deterioro significativo de las condiciones macrofinancieras. En este escenario, se proyecta una contracción promedio del PIB del 2,1 % durante el período de análisis. La inflación alcanzaría el promedio del 3,4 %. Los tipos de interés se elevarían significativamente, con el euríbor a 12 meses situándose en el 4,3 % promedio y el rendimiento de la deuda pública a 10 años en el 7,3 %, debido al aumento de las primas de riesgo.

En cuanto al precio de la vivienda, el escenario base prevé un incremento promedio del 2,4 %, mientras que el escenario intermedio presenta un crecimiento más

1 El FLESB es un marco metodológico *top-down*, es decir, 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. También se modeliza, con datos menos granulares, el negocio en el extranjero. El marco metodológico lo desarrolla internamente el Banco de España. Las principales características de este marco se describen en el *Informe de Estabilidad Financiera (IEF) de noviembre de 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 Estos escenarios son los más relevantes para propósitos de supervisión. En esta actualización, el escenario base para España y otros países relevantes para las entidades bancarias españolas está alineado con las previsiones del ejercicio europeo BMPE (*Broad Macroeconomic Projection Exercise*) de diciembre de 2023, mientras que el escenario adverso mantiene la narrativa de estanflación y el grado de severidad de las perturbaciones utilizadas en el escenario adverso de la prueba de resistencia *EU Wide* 2023.

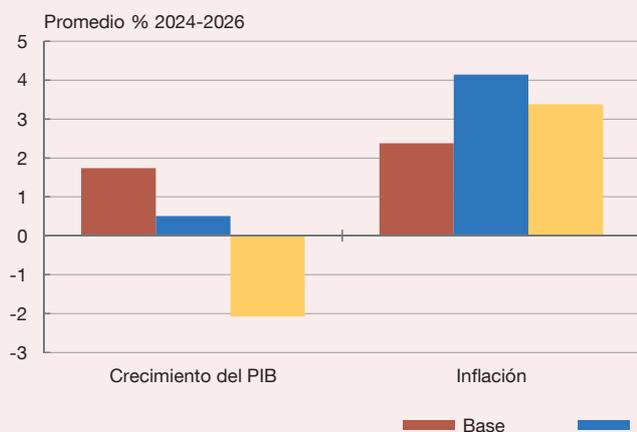
3 El supuesto de balance dinámico se aplica en el FLESB de forma que la cartera crediticia de las entidades evoluciona en línea con el crecimiento del crédito del escenario macroeconómico. Esto deriva a su vez en un mayor o menor crédito no dudoso que genera ingresos para las entidades y un ajuste de los activos ponderados por riesgo.

4 En los escenarios de contracción de la actividad, se proyectan también caídas del crédito al sector privado no financiero en distintas carteras (hogares y empresas) y en distintos países de exposición.

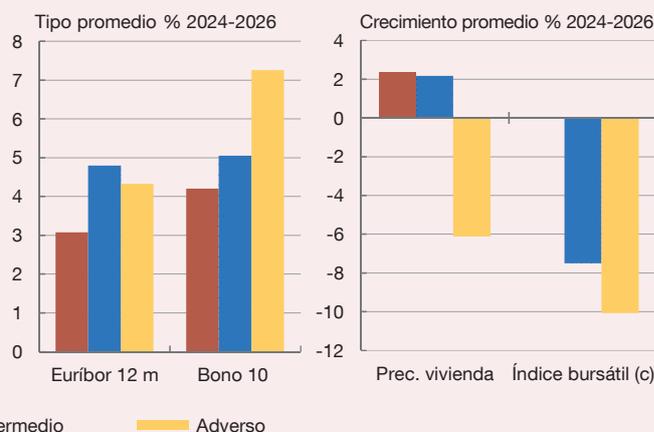
5 Véase el recuadro 2.2 del IEF de otoño de 2023.

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

**Gráfico 1**  
Impacto macroeconómico España (a)



**Gráfico 2**  
Impacto en los mercados de España (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La inflación se calcula a partir del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).
- b La evolución de la valoración de la renta variable se calcula a partir del Índice General de la Bolsa de Madrid.
- c El crecimiento promedio del índice bursátil en el escenario base es cero.

moderado, del 2,2 % (véase gráfico 2). En el escenario adverso, el precio de la vivienda disminuiría en promedio un 6,1 % anual. Las valoraciones bursátiles, estables en el escenario base, se reducirían, en términos medios anuales, en un 7,5 % en el escenario intermedio y en un 10,1 % en el escenario adverso.

Como en ejercicios previos, se consideran impactos diferenciados de los escenarios según sectores de actividad. En el escenario intermedio, los sectores de hostelería y actividades recreativas son los más afectados, junto con los sectores más intensivos en el consumo de energía y otras materias primas. El rango de caída promedio anual de estos sectores en el escenario intermedio se sitúa entre el 2,3 % y el 1,5 %. En el escenario adverso, el impacto negativo se concentra en estos últimos sectores en mayor medida, con un promedio anual de caída en el horizonte de proyección del valor añadido bruto (VAB) real de un 9,4 % en el agregado de las industrias más dependientes del consumo energético.

Por último, estos escenarios no solo se aplican a España, sino que también se materializan en los países donde la banca española tiene un grado de exposición significativo (véase gráfico 3), con una narrativa comparable a la aplicada en nuestro país. En el escenario intermedio el impacto sobre la actividad internacional es contenido,

con crecimientos medios reducidos en el período 2024-2026, pero sin proyectarse caídas (siendo los países con menor crecimiento Brasil, con un 0,6 %, y el Reino Unido, con un 0,7 %). En el escenario adverso sí que se producirían contracciones del PIB más acusadas, en particular, en el Reino Unido, con una caída promedio del 2,5 %, y en Turquía, con una caída promedio del 2,4 %.

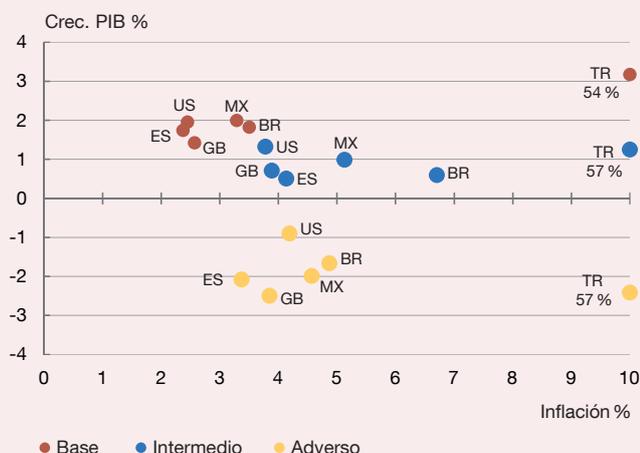
Por su parte, el comportamiento de la inflación sigue la misma ordenación que los escenarios para España. Alcanza sus valores más elevados en Brasil, con un 6,7 % (4,9 %) en el escenario intermedio (adverso), y en México, con un 5,1 % (4,6 %), más allá de los valores excepcionalmente altos registrados en Turquía, de entorno al 57 % en ambos escenarios. El gráfico 4 muestra los tipos promedios a corto y largo plazo en estos escenarios internacionales, especialmente elevados en aquellos países que presentan mayor inflación, como Brasil, México y, muy particularmente, Turquía.

**Resultados agregados del ejercicio**

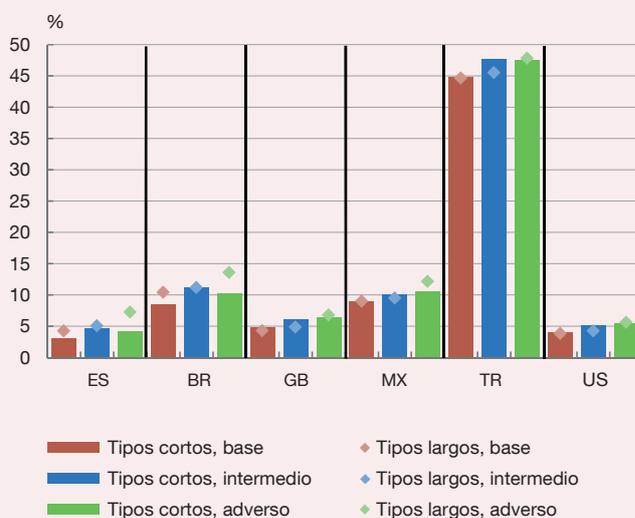
Este apartado presenta los resultados del ejercicio de resistencia, en términos de la ratio CET1, desglosados por grupos de entidades. En primer lugar, se analizan las entidades supervisadas bajo el Mecanismo Único de Supervisión –MUS– (*Significant Institutions, SI*), que se dividen a su vez en las entidades con presencia

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

**Gráfico 3**  
Distribución por país del crecimiento del PIB real y la inflación en escenarios base, intermedio y adverso, promedio 2024-2026 (a) (b)



**Gráfico 4**  
Promedio 2024-2026 de los tipos a corto y largo plazo por país en los escenarios base, intermedio y adverso



FUENTE: Banco de España.

- a El rango del eje horizontal se ha limitado debido a los valores extremos de la inflación promedio en Turquía. La inflación promedio es del 54 % en el escenario base y del 57 % en los escenarios intermedio y adverso.
- b La inflación se calcula a partir del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).

internacional más significativa<sup>6</sup> (grupo Internacional) y por el resto de las entidades bajo supervisión directa del MUS (grupo Resto MUS). Un tercer grupo lo conforman entidades de menor tamaño supervisadas directamente por el Banco de España y sin actividad internacional relevante (grupo LSI –*Less Significant Institutions*—).

El gráfico 5 muestra la evolución diferenciada de la ratio agregada CET1 entre 2023 (punto de partida) y 2026 (final del horizonte) en cada uno de los tres escenarios, distinguiendo entre estos grupos de entidades. El grupo Internacional parte de una ratio CET1 del 12,5 % en 2023, que aumentaría hasta el 14,7 % en el escenario base y el 13,3 % en el escenario intermedio, mientras que en el escenario adverso se reduciría hasta el 10,2 %.

El grupo Resto MUS comienzan con una ratio CET1 algo mayor, del 13,1 % en 2023, alcanzan el 14,6 % en el escenario base y el 13,3 % en el intermedio, y se reducen hasta el 8,9 % en el adverso, siendo este último el valor

más bajo alcanzado entre los distintos grupos de entidades, a pesar de partir de una ratio superior respecto al grupo Internacional.

Por último, el grupo LSI presenta las mayores ratios de CET1: comienza el ejercicio con un 20,2 %, y aumenta su valor al final del horizonte del ejercicio en todos los escenarios, hasta el 24,5 % en el escenario base, el 24,1 % en el intermedio y el 21 % en el adverso.

Estos resultados reflejan la elevada capacidad de resistencia agregada del sector bancario español en estos escenarios; presentan, en conjunto, un alto grado de solvencia, incluso ante un entorno macrofinanciero tan negativo como el contenido en el escenario adverso. No obstante, como se ha comentado, los impactos son heterogéneos por grupos de entidades.

Los principales factores que determinan la evolución de la ratio de CET1 se presentan desglosados para cada

6 De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluyen en este grupo las tres en las que es más relevante esta actividad y está más extendida en el tiempo.

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

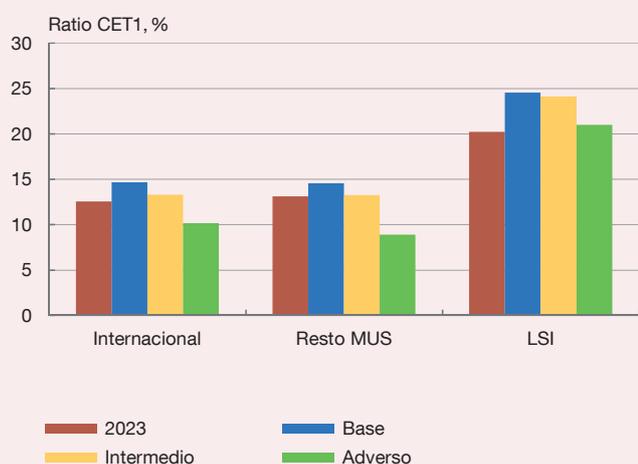
escenario en el gráfico 6<sup>7</sup>, con su peso expresado como fracción de los APR.

Las entidades españolas con actividad internacional más relevante presentan un aumento del capital, principalmente por la generación de recursos a partir del margen de explotación y del resultado neto en el extranjero en los escenarios base e intermedio. En el escenario adverso, la capacidad de generación de recursos se ve afectada y, aunque el uso de provisiones contribuye positivamente, no logra compensar el impacto negativo derivado del deterioro de los activos y la exposición a soberanos. Examinando con más detalle este último escenario, en él,

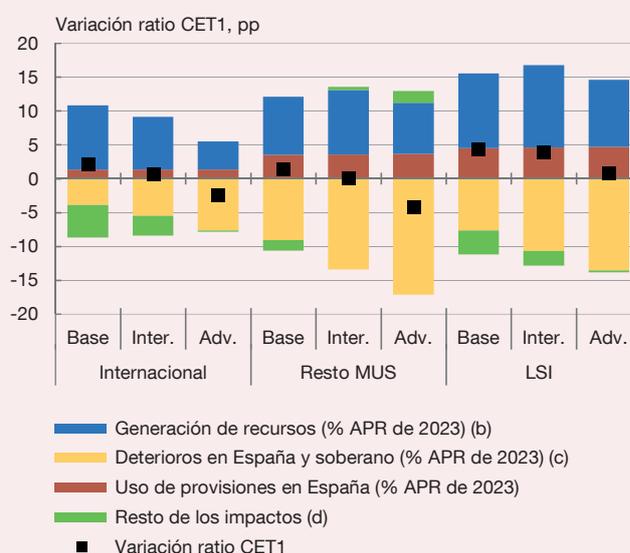
la generación de recursos se ve significativamente mermada (4,1 % de APR) y, junto con el uso de provisiones (1,3 % de APR), no logra compensar las pérdidas procedentes de los deterioros (-7,7 % de APR) y del resto de los impactos (-0,2 % de APR).

El resto de las entidades supervisadas por el MUS también presentan una evolución positiva en los escenarios base e intermedio, principalmente por la generación de recursos y el uso de provisiones. Sin embargo, en el escenario adverso la capacidad de absorción de pérdidas se ve limitada. Así, bajo este escenario, la generación de recursos (7,6 % de APR), el uso de provisiones (3,6 % de APR) y el

**Gráfico 5**  
Ratio CET1, observada en 2023 y resultado en 2026 de los escenarios base, intermedio y adverso



**Gráfico 6**  
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 2026 y de distintos flujos financieros esperables en 2024-2026 (por ejemplo, generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macrofinancieras contempladas en los escenarios de este recuadro.
- b La generación de recursos de absorción de pérdidas viene determinada por el margen de explotación en España y por el resultado neto obtenido en el extranjero para aquellas entidades con actividad internacional significativa.
- c Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como 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.

7 Se muestran los efectos de las pérdidas estimadas, que incluyen 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. También se presenta el impacto de los escenarios en los elementos capaces de absorber estas pérdidas; en concreto, el uso de provisiones existentes y la generación de recursos a través del margen de explotación en España y el resultado neto en el extranjero. Tanto las pérdidas como los elementos de absorción de estas se presentan como porcentaje de los activos ponderados por riesgo (APR) existentes en diciembre de 2023. Además, se muestra el resto de los impactos, que incluyen 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.)**

resto de los impactos (1,7 % de APR) no logran compensar las fuertes pérdidas por deterioro (-17,2 % de APR), lo que hace que la ratio de CET1 se vea reducida en algo más de 4 puntos porcentuales (pp).

El último grupo de entidades, formado por las LSI, muestra un crecimiento de la ratio CET1 en todos los escenarios, debido a su capacidad de generación de recursos y a la utilización de provisiones, que permiten compensar los deterioros de activos. En particular, en el escenario adverso, la generación de recursos (9,9 % de APR) y el uso de provisiones (4,7 % de APR) logran compensar las pérdidas por deterioro de carteras (-13,6 % de APR) y el resto de los impactos (-0,3 % de APR).

Con respecto al ejercicio FLESB del año 2023, la ratio CET1 parte de un valor inicial superior en todos los grupos de entidades (0,2 pp más para el grupo Internacional y el grupo Resto MUS, y 2 pp para el grupo LSI). Además, las ratios CET1 al final de horizonte también son más elevadas, comparando tanto los resultados de los escenarios base de ambos ejercicios como los de los escenarios adversos que comparten la narrativa. No se contrasta el escenario intermedio de 2024 por no ser comparables sus supuestos con los del escenario adverso de 2023.

En el caso del escenario base, se producen incrementos de la ratio CET1 al final del horizonte respecto al ejercicio realizado en 2023 de 1,2 pp para el grupo Internacional, de 0,5 pp para el grupo Resto MUS y de 3,1 pp para el grupo LSI. Considerando el escenario adverso, se obtienen ratios de CET1 superiores en 0,7 pp para el grupo Internacional, en 0,7 pp para el grupo Resto MUS y en 3,7 pp para el grupo LSI.

Entre los factores que explican esta mejora, además del propio incremento de las ratios CET1 de partida (muy elevado para el grupo LSI), se encuentran una mayor generación de recursos (especialmente los derivados de las posiciones en el extranjero para el grupo Internacional y el margen de interés del grupo LSI) y pérdidas algo menores, tanto en crédito como en soberano (destaca la reducción de la pérdida de crédito del grupo Resto MUS).

El partir de un nivel de tipos de interés más elevado que en el ejercicio pasado contribuye a la generación de ingresos en todos los años del horizonte, en particular en el escenario base. La actualización de la información financiera del negocio en el extranjero, con una evolución general favorable en el período reciente, también contribuye a la mejora de la estimación de los resultados generados. Las menores pérdidas de soberano provienen de la reoptimización de estas carteras por las entidades en 2023 ante el nuevo entorno de tipos de interés más elevados.

Como ejercicio adicional se han obtenido también resultados para un escenario base más actualizado basado en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2024. Estas proyecciones contemplan una evolución más positiva de la actividad de lo esperado en el invierno de 2023. En este contexto, la ratio de CET1 al final del ejercicio para el conjunto de entidades alcanzaría el 15,4 %, 32 puntos básicos (pb) más que el escenario base considerado en el ejercicio principal.

**Análisis de los canales de impacto**

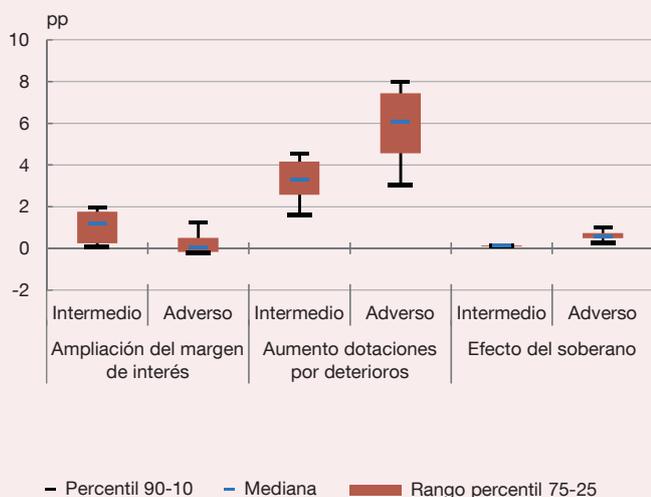
El principal canal de impacto negativo sobre la solvencia de las entidades españolas es el aumento de las dotaciones por deterioro en la cartera crediticia<sup>8</sup>, tanto en el escenario intermedio como en el adverso (véase el gráfico 7). En el escenario intermedio, se observa un incremento estimado de la mediana de las dotaciones de crédito en España de 3,3 pp sobre APR con respecto al escenario base. En el escenario adverso, el aumento relativo respecto al escenario base de la mediana de las dotaciones por deterioro de crédito alcanza los 6,1 pp sobre APR (en el ejercicio de 2023 era superior y alcanzaba los 7,4 pp).

De la misma forma que venía sucediendo en ejercicios anteriores, y debido a la significativa subida de tipos de interés observada tanto en el escenario intermedio como en el adverso, se produce un recorte en la valoración en las carteras de bonos soberanos de las entidades españolas (véase gráfico 7). Las pérdidas diferenciales respecto al escenario base alcanzan los 0,1 pp sobre APR en el escenario intermedio y los 0,6 pp en el escenario adverso, al igual que en el adverso del ejercicio de 2023.

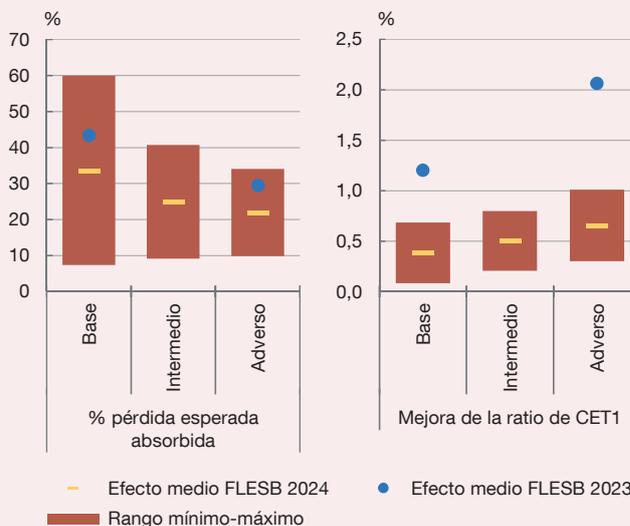
<sup>8</sup> La cartera crediticia representa el 62,5 % de la exposición en España de las entidades de la muestra. En el conjunto de los préstamos en el negocio en España a empresas y hogares, las empresas suponen el 45,1 % y los hogares el 54,9 %.

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

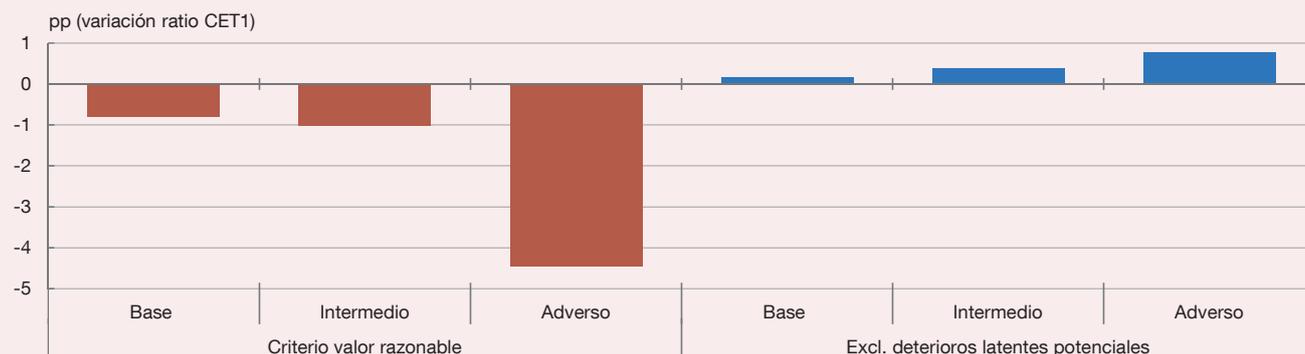
**Gráfico 7**  
Distribución por entidades de los impactos (sobre APR de 2023) de los escenarios intermedio y adverso en dotaciones por deterioros financieros, pérdida soberana y margen de interés (a). Entidades SI



**Gráfico 8**  
Efecto del programa de avales ICO (b) (c)



**Gráfico 9**  
Sensibilidades a otros supuestos de modelización (d)



**FUENTE:** Banco de España.

- a Se muestra la distribución por entidades de las diferencias de los escenarios intermedio y adverso frente al 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 2024-2026 sobre APR de 2023 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 Se muestra el rango de efecto de la medida sobre la pérdida esperada de la cartera de empresas (izqda.) y sobre la ratio CET1 (dcha.) en función de los supuestos realizados sobre la calidad crediticia de los préstamos a empresas y empresarios individuales en España en el programa de avales ICO. El efecto mínimo asume que su pérdida esperada es igual a la media de la cartera de crédito empresarial, mientras que el efecto máximo asume que las entradas en dudoso se concentran, en primer lugar, en los préstamos avalados. La línea indica el nivel de efecto intermedio.
- c En el análisis principal, cuyos resultados se muestran en los gráficos 5 y 6 de este recuadro, se recoge el efecto del programa de avales bajo el supuesto intermedio.
- d Se muestran las diferencias en las ratios de capital CET1 proyectadas para 2026 en los ejercicios de sensibilidad frente a las proyectadas en el ejercicio principal de solvencia, en promedio para las SI y las LSI. Los ejercicios de sensibilidad consideran los siguientes impactos: i) efecto de reclasificar todas las exposiciones a renta fija soberana a valor razonable, y ii) efecto de excluir del ejercicio el efecto de las potenciales pérdidas latentes acumuladas en el período 2020-2023 en la cartera de crédito empresarial como consecuencia de las crisis extraordinarias habidas en este período.

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

Estos recortes no son homogéneos entre entidades, debido a que aquellas que presenten más tenencias de deuda soberana contabilizada a valor razonable sufrirían pérdidas más significativas en estos escenarios<sup>9</sup>. La exposición a valor razonable de deuda soberana de los bancos españoles está en línea con la del ejercicio anterior, y solo se reduce en 0,2 pp (30,8 % en diciembre de 2023 frente al 31 % observado un año antes). Estas pérdidas también se ven influidas por la proporción de tenencias de instrumentos con mayor vencimiento y de deuda pública de países que afrontan mayores descuentos por las subidas de tipos de interés en los escenarios debido a su coyuntura macrofinanciera.

Por último, el aumento del margen de interés es otro de los canales de impacto más relevantes, pero que no tiene tanto efecto como en el ejercicio pasado. En esta ocasión, los puntos de partida de los tipos de interés son sustancialmente más altos y distan menos de los incluidos en los escenarios, por lo que las variaciones en los spreads se mantienen más estables. En el escenario intermedio, el aumento del margen de intermediación es de 1,2 pp sobre APR en términos medianos respecto al escenario base (véase gráfico 7). En el escenario adverso, este impacto es prácticamente nulo, a diferencia del ejercicio anterior, donde conseguía un aumento de 0,65 pp. Los resultados también son heterogéneos entre entidades, dependiendo de la composición de sus activos y de su rentabilidad, en relación con la estructura del pasivo y su coste.

**Análisis de sensibilidad**

En el marco de la herramienta FLESB, se han realizado, al igual que en años anteriores, distintos análisis de sensibilidad adicionales al ejercicio principal.

En primer lugar, se ha analizado el impacto del programa de avales ICO, que se inició para mitigar los efectos de la pandemia de COVID-19 sobre las empresas<sup>10</sup>. Ante la incertidumbre sobre la calidad del crédito de los préstamos

avalados y su evolución, el efecto se estima teniendo en cuenta un rango de supuestos<sup>11</sup> (véase gráfico 8). Bajo estas hipótesis, las exposiciones avaladas por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) tienen, en mayor o menor grado, una mayor probabilidad de impago que las del resto de las empresas.

Considerando un punto medio en el rango de supuestos sobre la calidad diferencial del crédito ICO, el porcentaje de pérdida asumida por estos avales en el escenario base sería de un 33,6 %, inferior al 43,5 % estimado bajo el mismo supuesto en el ejercicio del año anterior debido principalmente a una reducción de la cartera avalada. En el escenario intermedio, el porcentaje de pérdida cubierta por los avales alcanzaría el 24,9 %, mientras que en el escenario adverso se situaría en el 21,9 %, ambos por debajo del 29,5 % estimado en el ejercicio pasado para el escenario adverso. Al absorber parte de las pérdidas, el programa contribuiría positivamente a la solvencia de las entidades, aumentando la ratio CET1 en 0,4 % en el escenario base (frente al 1,2 % del ejercicio de 2023), en 0,5 % en el intermedio y en 0,7 % en el adverso (frente al 2,1 % de 2023). Si la probabilidad de impago de la cartera ICO fuese igual a la del resto de las empresas, esto implicaría que se ahorrarían menos capital que el que se incluye en el ejercicio principal, y el ahorro se vería reducido a un aumento de CET1 del 0,1 % en el escenario base, 0,2 % en el intermedio y 0,3 % en el adverso.

El menor impacto de los avales ICO estimado en el ejercicio de sensibilidad es consistente con la reducción progresiva del tamaño de esta cartera, y también con la disipación progresiva de los deterioros de crédito latentes asociados a la crisis sanitaria del COVID-19, cada vez más lejana en el tiempo.

En segundo lugar, se ha estudiado la sensibilidad de las pérdidas de valor en las carteras de bonos soberanos en función del supuesto sobre su clasificación contable (véase gráfico 9). En particular, se considera la contabilización de

9 Distintas carteras de inversión de las entidades bancarias se clasifican a valor razonable, y, bajo ellas, el valor de los activos registrados se ajusta 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.

10 El programa de avales aminora las pérdidas por deterioro del crédito empresarial, lo que tiene un efecto positivo sobre la solvencia bancaria.

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

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

todas las exposiciones soberanas a valor razonable, lo que aumentaría las pérdidas asociadas a los aumentos de tipos de interés en el escenario adverso. La ratio CET1 sería así 0,78 pp inferior en el escenario base (mientras que la variación en el ejercicio pasado era de 1,71 pp), 1,02 pp en el intermedio y 4,41 pp en el adverso (en el adverso de 2023 era 5,54 pp inferior).

Es importante resaltar que es muy poco plausible que las entidades materialicen toda la pérdida latente en un escenario dado, dado que mantienen mecanismos de cobertura ante estas pérdidas y cuentan con otras opciones para obtener liquidez (exceso de reservas, venta de activos originalmente clasificados a valor razonable, líneas de liquidez de bancos centrales, etc.), y evitarían reclasificar a valor razonable las exposiciones a coste amortizado. No obstante, el resultado de este análisis de sensibilidad indica un cierto grado de vulnerabilidad del sector bancario en escenarios en los que tuviera que vender una fracción significativa de estas tenencias de deuda soberana clasificadas a coste amortizado.

Por último, se han realizado estimaciones suprimiendo el efecto de los posibles deterioros latentes<sup>12</sup> que tienen como origen la crisis del COVID-19 (véase gráfico 9). Estos efectos son inferiores a los de anteriores ejercicios, y aumentan la ratio CET1 0,16 pp en el escenario base, 0,37 pp en el intermedio y 0,76 pp en el adverso. Como ya se ha comentado, conforme nos alejamos de la crisis sanitaria de 2020, estos efectos se disipan progresivamente dentro

de los supuestos del marco, al amortizarse progresivamente las exposiciones más vinculadas a ese episodio (por ejemplo, aquellas con aval ICO) y al poder contrastarse si se han materializado o no impagos sobre ellas en un horizonte temporal cada vez más amplio.

**Conclusiones**

Este ejercicio muestra que las entidades españolas mantendrían adecuados niveles agregados de solvencia ante los escenarios que se han contemplado; en el caso del escenario adverso, su severidad es elevada. El impacto en términos de consumo de capital sería relevante, pero tanto los niveles de capital iniciales como la capacidad de generación de recursos y absorción de pérdidas de las entidades sustentarían la resiliencia agregada del sector bancario.

No obstante, aunque es cierto que los resultados obtenidos son favorables, se deben aplicar las cautelas necesarias. Estas cautelas están asociadas, en parte, a la incertidumbre inherente a estos ejercicios, y también, dado que los resultados se presentan de forma agregada, a la existencia de heterogeneidad entre las entidades. El posicionamiento del sector a la hora de planear provisiones y capital debe ser prudente y se debe acompañar de vigilancia por parte de las autoridades prudenciales, tanto de orientación macro como micro. De esta forma, se mantiene un marco que permite absorber las potenciales pérdidas inesperadas derivadas de la materialización de riesgos sistémicos.

12 A partir de la crisis sanitaria de COVID-19, las estimaciones del ejercicio principal tienen en cuenta perturbaciones adicionales sobre el riesgo de crédito basadas en el deterioro no materializado en 2020 gracias a las medidas de apoyo de política económica. En los años sucesivos, la estimación de estos deterioros latentes se ve minorada por dos factores: 1) se considera la posibilidad de que ya se hayan materializado parte de estos riesgos (se reduce su importe en función de los errores de predicción a la baja en las probabilidades de impago en 2021, 2022 y 2023), y 2) se realiza un ajuste a la baja en función del ritmo de amortización de los préstamos avalados por el ICO, que es indicativo de la reducción del endeudamiento para afrontar las necesidades extraordinarias de liquidez asumido en 2020.





# 3

## RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL



### 3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

El conjunto de indicadores principales del nuevo marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) muestra valores consistentes con un nivel intermedio del riesgo sistémico cíclico. No obstante, los indicadores contemporáneos de tensiones en los mercados financieros continúan en valores anormalmente bajos, lo que indica un exceso de optimismo, habiendo sido muy transitorio el repunte observado a comienzos del pasado mes agosto.

Los indicadores estándar del ciclo crediticio, como la brecha de crédito-PIB, muestran todavía algunas señales de debilidad, si bien han revertido su tendencia decreciente y parecen mostrar un mayor dinamismo. Otros indicadores, como los vinculados a la actividad real (brecha de producción) o a la capacidad de generación de capital del sector bancario (rentabilidad y valoración bursátil) muestran un comportamiento cíclico más expansivo y una evolución creciente.

De acuerdo con el marco revisado del Banco de España para la fijación del CCA, esta situación es coherente con el mantenimiento del porcentaje requerido de este colchón sobre exposiciones ubicadas en España en el 0,5 %, situación en la que se encuentra desde comienzos de octubre, con efecto vinculante en el cuarto trimestre de 2025. De continuar el riesgo sistémico cíclico en un nivel intermedio, se procederá también en ese trimestre de 2025 a su incremento hasta el nivel del 1 % establecido como objetivo en el nuevo marco del Banco de España.

Por lo que respecta al sector inmobiliario, la senda de crecimiento de los precios de la vivienda es un factor relevante a monitorizar. La buena evolución de la renta de los hogares ha evitado hasta ahora la aparición de señales de desequilibrios al alza en estos precios, pero esta situación podría cambiar en los próximos trimestres. De forma conectada, los estándares de concesión en relación con la renta de los prestatarios y el valor de los colaterales no muestran señales de relajación significativas en comparación con su distribución histórica, a pesar de cierto aumento en la ratio LTV. Sin embargo, el margen que presentan los tipos de interés en el mercado hipotecario se encuentra en niveles históricamente reducidos y se aprecia una ligera ampliación de los plazos de concesión de las hipotecas.

Entre los desarrollos regulatorios y supervisores recientes, destacan los avances para completar en diversas jurisdicciones la transposición legislativa de las últimas reformas de Basilea III. En el caso de Estados Unidos, la ambición de la implementación prevista se habría reducido con respecto a la propuesta inicial, la cual era, no obstante, más estricta que los estándares mínimos acordados por el Comité de Basilea e incluía a entidades consideradas como no activas a nivel internacional. En Europa, se ha decidido retrasar la aplicación de ciertos aspectos de esta reforma, relacionados con el tratamiento del riesgo de mercado, pero se mantiene la entrada en vigor gradual de otros elementos entre 2025 y 2030. En el caso de Reino Unido, la adopción del marco se retrasa a enero de 2026, con un periodo transitorio de implementación hasta 2030. De manera separada, la Comisión Europea (CE) ha iniciado una

consulta pública para la revisión del marco macroprudencial aplicable al segmento de la intermediación financiera no bancaria.

## 3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

**El Banco de España ha implementado en el cuarto trimestre de 2024 un nuevo marco de seguimiento de riesgos sistémicos cíclicos para guiar las decisiones sobre el CCA<sup>1</sup>.**

Este nuevo marco consta de dos etapas. En la primera de ellas, se analiza la posición cíclica de dieciséis indicadores fundamentales que informan sobre la situación macroeconómica, financiera y bancaria en España. Para cada indicador, se distinguen tres fases en función de su posición actual en relación con su distribución histórica: riesgo sistémico cíclico bajo, intermedio o estándar y elevado. Este análisis se complementa en una segunda etapa con otra información cuantitativa y cualitativa, como por ejemplo la disponibilidad de colchones voluntarios de capital por parte de las entidades bancarias o su capacidad de generar capital de manera orgánica, que en este Informe se han discutido en el capítulo 2.

**Tanto el análisis agregado de los indicadores fundamentales como sus categorías principales indican que el riesgo sistémico cíclico se sitúa en un nivel estándar.** El cuadro de indicadores fundamentales se estructura en cuatro dimensiones: indicadores macroeconómicos<sup>2</sup>, macrofinancieros<sup>3</sup>, de mercados financieros<sup>4</sup> y de situación del sistema bancario<sup>5</sup>. Las cuatro dimensiones del riesgo sistémico cíclico se situaron a la última fecha disponible en un nivel intermedio (véase gráfico 3.1.a). En línea con este resultado, el indicador sintético, que agrega la información de todos los indicadores, también se encuentra actualmente en nivel estándar, justo por encima del percentil 50.

**En concreto, la brecha de producción continúa en niveles ligeramente positivos.** Dentro de las categorías de indicadores fundamentales, los indicadores macroeconómicos conforman la dimensión con niveles más elevados y además mantienen una tendencia ascendente. Entre estos indicadores, cabe destacar la evolución favorable que están manteniendo el crecimiento del PIB y la brecha de producción (véase gráfico 3.1.b).

**Por su parte, la brecha de crédito-PIB revirtió su tendencia descendente en el primer trimestre de 2024.** Los indicadores macrofinancieros son los que se sitúan en un menor nivel

---

1 Para un mayor detalle sobre el nuevo marco de fijación del CCA en España, véase el documento metodológico publicado por el Banco de España, *Marco metodológico de fijación del CCA en España*, y el documento ocasional Ángel Estrada et al. (2024), *Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos*.

2 Indicadores de actividad económica y del mercado de trabajo.

3 Indicadores financieros, como el crédito bancario, y de su interacción con variables relacionadas con la situación macroeconómica.

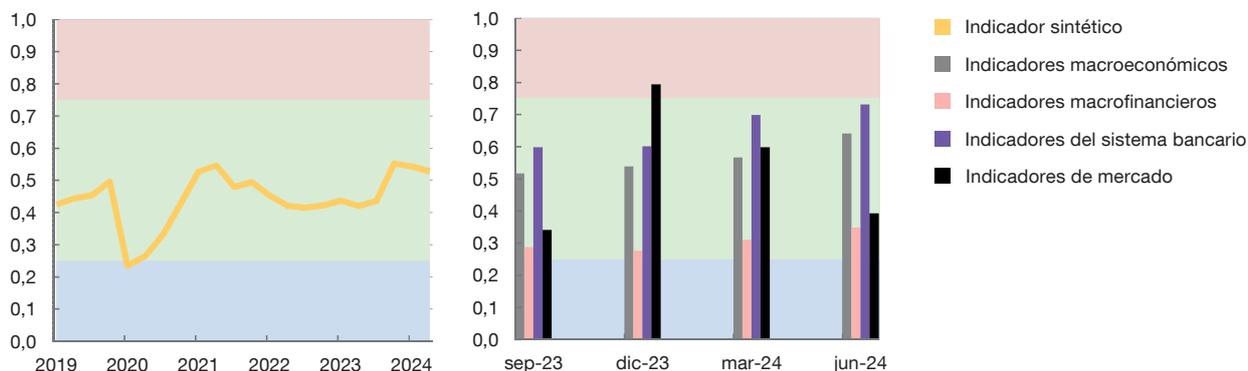
4 Este indicador financiero se desagrega del resto por su particular utilidad para medir de forma contemporánea la materialización de riesgos en los mercados financieros.

5 Indicadores computados a partir de la información contable a nivel consolidado e individual reportada por las entidades de crédito al Banco de España.

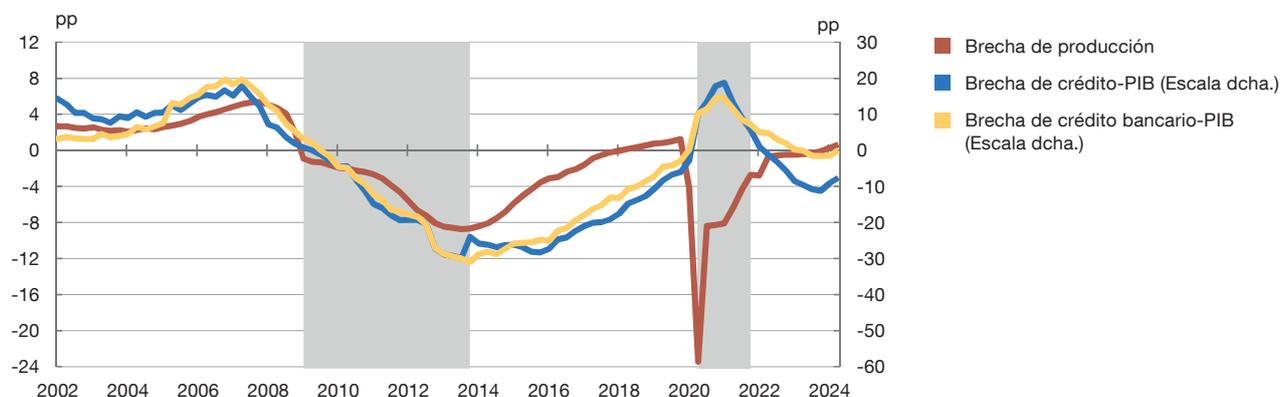
Gráfico 3.1

**Los riesgos sistémicos cíclicos se sitúan en un nivel estándar. Destaca el aumento de la brecha de crédito-PIB y el mantenimiento de la brecha de producción en niveles positivos**

## 3.1.a Indicadores sintéticos (a)



## 3.1.b Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Datastream y elaboración propia.

- a Datos actualizados a junio de 2024. Los indicadores están definidos entre 0 y 1 en función del percentil respecto a su distribución histórica. El rango de color azul (verde) [rojo] corresponde con una señal de nivel bajo (estándar) [elevado] de los riesgos sistémicos cíclicos.
- b 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, 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, 1906, Banco de España. La brecha de crédito bancario-PIB se calcula igual que la brecha de crédito-PIB, pero teniendo en cuenta únicamente el crédito bancario. Datos disponibles hasta junio de 2024. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis 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 económica provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021).

dentro del rango estándar. Entre los indicadores de esta categoría, la brecha de crédito-PIB sigue en terreno negativo, pero con una tendencia al alza desde finales de 2023 que la situaría de acuerdo con las previsiones en terreno positivo a finales de 2025. Adicionalmente, si esta brecha se calculara únicamente para el crédito bancario (excluyendo otras formas de deuda), su posición actual estaría ya en valores positivos, cercana al equilibrio, lo que evidencia la contribución de la financiación no bancaria al nivel negativo de la brecha de crédito-PIB. Los indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial de hogares y empresas no financieras

tampoco muestran señales de desequilibrio, aunque su tendencia ha pasado a ser creciente<sup>6</sup>. Por su parte, los indicadores del sector inmobiliario se encuentran en una situación más expansiva y las proyecciones también apuntan a una evolución favorable en los próximos trimestres.

**Los mercados financieros han mostrado resistencia ante las tensiones sistémicas, pero siguen siendo vulnerables a sorpresas negativas.** El episodio de volatilidad en los mercados financieros del pasado mes de agosto, aunque abrupto, fue transitorio. Así lo muestra la evolución del indicador de riesgo sistémico (IRS), que se integra como el componente de mercado dentro del cuadro de indicadores fundamentales<sup>7</sup>. Este indicador se mantuvo relativamente estable en el segundo y tercer trimestre, salvo el repunte puntual en la primera semana de agosto (véase gráfico 3.2.a). No obstante, como se ha discutido en el capítulo 1, la valoración de ciertos activos financieros con riesgo está todavía alejada de sus fundamentos, lo que puede contribuir a su corrección abrupta, como demuestra su elevada sensibilidad ante noticias económicas adversas.

**El componente de indicadores de situación del sistema bancario también sugiere que la activación del CCA en el porcentaje establecido tendría un impacto muy reducido en su actividad.** Como se ha analizado con detalle en el capítulo 2 de este Informe, la rentabilidad de las entidades presenta niveles elevados y, aunque se prevé una cierta moderación, se espera que sea limitada y gradual en el escenario central. Tampoco se observa un deterioro significativo de la calidad de los activos bancarios.

**El indicador de riesgo sistémico de las entidades bancarias (SRISK)<sup>8</sup> sigue reduciéndose, en un entorno de condiciones favorables en los mercados financieros.** La situación de balance y la buena evolución de valoraciones bursátiles han llevado a que los bancos europeos tengan un déficit de capital mediano muy reducido, según la estimación que proporciona este indicador para un escenario adverso, caracterizado por las correcciones del mercado utilizadas regularmente para este análisis (magnitud del 10 % y horizonte de 30 días) (véase gráfico 3.2.b, panel izquierdo). De hecho, la mediana de SRISK para el conjunto de la Unión Europea (UE) se sitúa en su nivel mínimo desde la crisis sanitaria de 2020.

**No obstante, la posibilidad de correcciones más marcadas en los mercados financieros y la heterogeneidad del indicador SRISK entre entidades siguen produciendo alguna señal**

---

6 Para una descripción detallada de los indicadores empleados para el seguimiento de los ciclos de crédito sectoriales véase Carmen Broto, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk (2022), "Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España", *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 42, así como el recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2022.

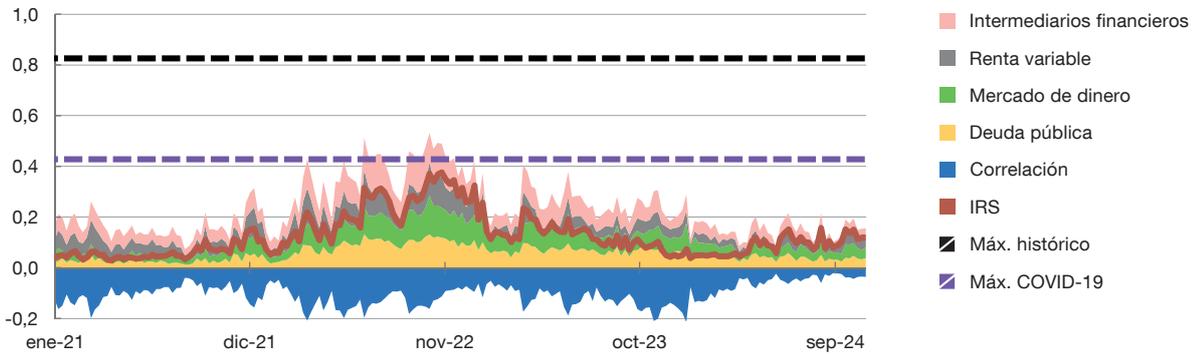
7 Este indicador integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros españoles (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros) y está diseñado para que su valor aumente cuando se produzcan tensiones en estos cuatro segmentos simultáneamente.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

8 Christian Brownlees y Robert Engle (2017), "SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk", *The Review of Financial Studies*, 30, pp. 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.

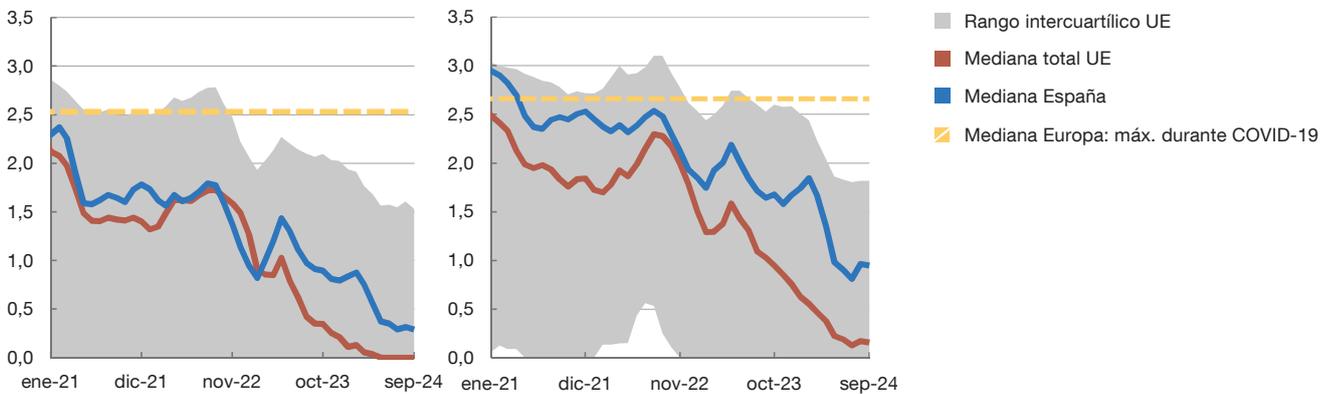
Gráfico 3.2

**Los mercados financieros han mostrado su resistencia ante el episodio de inestabilidad del verano y el indicador SRISK de las entidades bancarias se ha reducido**

3.2.a Indicador de riesgo sistémico (a)



3.2.b Distribución del indicador SRISK con la caída del índice europeo de renta variable de 10 % (izda.) y 40 % (dcha.) (b)



FUENTES: Datastream, S&P Capital IQ y Banco de España.

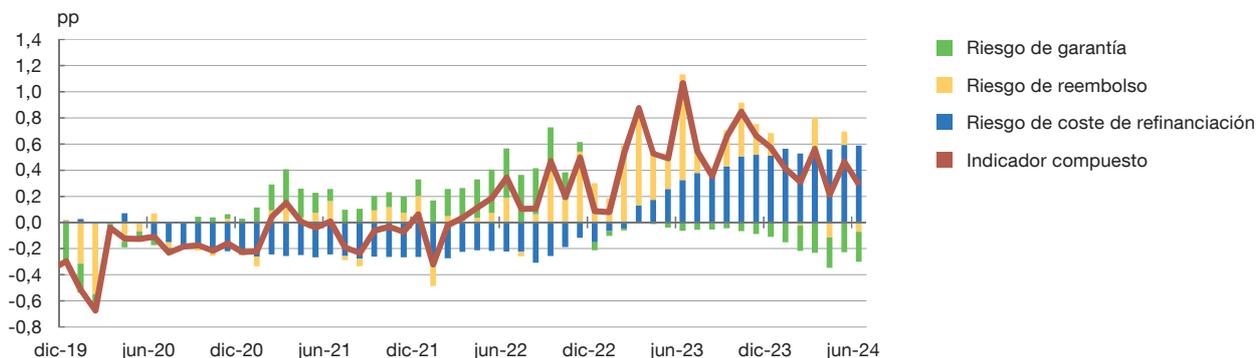
- a El IRS agrega 12 indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013. La línea punteada negra representa el máximo histórico del IRS (desde enero de 2000). La línea punteada morada representa el máximo IRS desde la crisis del COVID-19. Datos actualizados a 23 de octubre de 2024.
- b El indicador SRISK está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5 % para los requerimientos de capital; el 10 % (panel izquierdo) y 40 % (panel derecho) para la caída del índice europeo de renta variable; 22 (panel izquierdo) y 132 días laborables (panel derecho) para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Broto, L. Fernández Lafuerza y M. Melnychuk (2022), “Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?”. Documentos de Trabajo 2243, Banco de España, para más detalles. El índice SRISK para los meses del tercer trimestre de 2024 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del segundo trimestre de 2024 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. La línea punteada representa el máximo de SRISK desde la crisis del COVID-19. Datos actualizados a 30 de septiembre de 2024.

**de riesgo.** En un entorno de mayor preocupación ante los riesgos en los mercados financieros, la aplicación de la métrica de SRISK a un escenario más adverso, con un mayor grado de corrección (40 %) y más extendida en el tiempo (6 meses), señala una mayor contribución al riesgo sistémico en la mediana de las entidades, aunque permaneciendo limitada (véase gráfico 3.2.b, panel derecho). Adicionalmente, el rango intercuartílico de las estimaciones de SRISK muestra, incluso bajo los supuestos de una corrección más limitada, una heterogeneidad

Gráfico 3.3

### La reciente moderación de los tipos de interés y de la ratio de activos con cargas han reducido el riesgo de liquidez de la financiación bancaria

#### 3.3.a Indicador compuesto de liquidez de financiación (a)



FUENTE: Banco de España.

a El índice de liquidez de financiación se basa en 13 indicadores agrupados en tres dimensiones: 1) riesgos relativos a la cantidad de garantías disponibles para respaldar una operación, su valor y los márgenes exigidos (ratio de activos con cargas, reutilización de colaterales); 2) riesgo de reembolso (variación mensual de los tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares, LCR), y 3) riesgo vinculado al coste de refinanciación (nivel de los tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares, porcentaje de financiación de mercado, diferencial euribor-OIS). El índice compuesto mide el número de desviaciones estándar con respecto a la media de los indicadores que componen cada una de las dimensiones (todas las dimensiones tienen el mismo peso). Mayores niveles del indicador compuesto representan menor liquidez. El gráfico también muestra la contribución de cada una de las dimensiones al indicador compuesto. Datos disponibles hasta junio de 2024.

relevante entre entidades en la primera mitad de 2024 (véase gráfico 3.2.b). En el caso de las españolas, la mediana de SRISK es superior a la mediana para el conjunto de la UE. Esta diferencia se debe en parte a las mayores ratios de valoraciones bursátiles del capital sobre total activo de los bancos del conjunto de la UE con respecto al promedio de los bancos españoles.

**El indicador de riesgo de liquidez sobre la financiación bancaria se ha relajado en la primera mitad de 2024.** Se trata de un indicador compuesto que sintetiza la información de tres dimensiones relevantes del riesgo de liquidez: valor y disponibilidad de las garantías, volumen de reembolsos y coste de refinanciación<sup>9</sup>. El deterioro iniciado a principios de 2023 se debió principalmente a la subida de los tipos de interés, que tuvo un impacto directo tanto en el coste de la renovación de la financiación a corto plazo como en el riesgo de reembolso. Sin embargo, las expectativas sobre la relajación del tono de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE), confirmadas en junio, septiembre y octubre, han contribuido a reducir estos riesgos, como lo evidencia el descenso del indicador (véase gráfico 3.3). La reducción de la ratio de activos con cargas<sup>10</sup>, y, por tanto, del riesgo de garantía, también ha

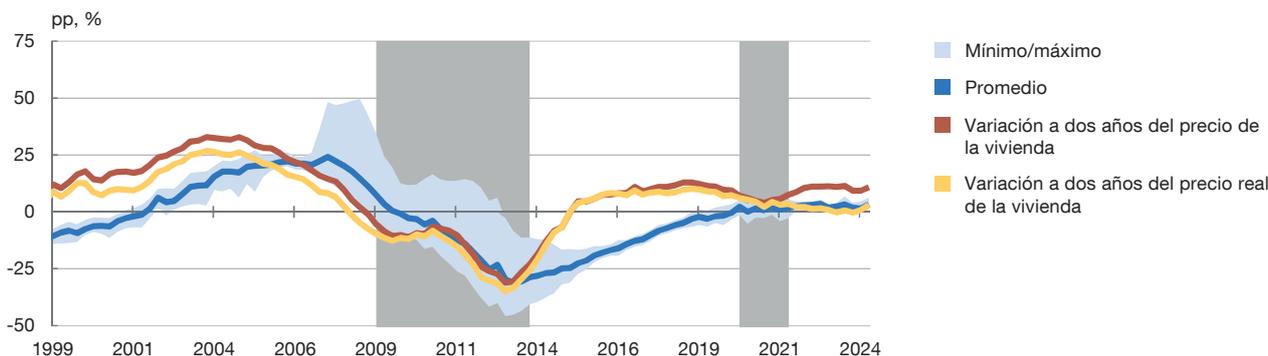
9 El riesgo de garantía se refiere al riesgo de que el valor de las garantías cambie y, por tanto, lo hagan los márgenes y los recortes de valoración en las operaciones de financiación con garantía; el riesgo de reembolso se refiere al riesgo de una retirada de depósitos; y el riesgo de refinanciación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

10 Se trata de la proporción de activos comprometidos y, por tanto, no disponibles para constituir garantías en nuevas operaciones de financiación garantizada.

Gráfico 3.4

**Los indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda se mantienen en valores ligeramente superiores al nivel de equilibrio, contenidos por el crecimiento de la renta per cápita**

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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis económica provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a junio de 2024.
- b El área sombreada en azul representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los indicadores de i) a iii) las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero. Adicionalmente, se incluye el crecimiento de precios acumulado a dos años en términos nominales y reales.

contribuido a la moderación del indicador compuesto. Con las bajadas de tipos de interés adicionales anticipadas por los mercados, cabría esperar que este indicador se relajara aún más en los próximos trimestres.

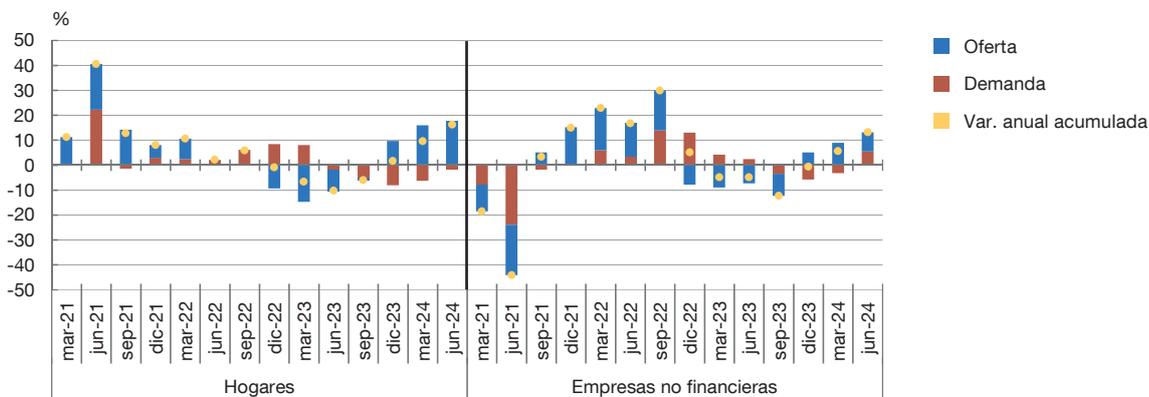
**Los indicadores de desequilibrio en los precios de la vivienda siguen mostrando valores positivos, solo algo superiores al nivel de equilibrio (véase gráfico 3.4).** Estos indicadores se han mantenido en valores moderadamente positivos desde 2021, con oscilaciones reducidas. La evolución positiva de la renta de las familias ha compensado el aumento de los precios de la vivienda y de los tipos de interés, previniendo la aparición de señales de alarma. Sin embargo, la aceleración reciente de los precios de la vivienda y la reducción de los tipos podrían modificar esta situación en los próximos trimestres.

**Durante los dos primeros trimestres de 2024, se ha incrementado el flujo de crédito nuevo a hogares y empresas no financieras, aunque en menor medida en el segundo caso, debido principalmente a factores de oferta.** El Banco de España utiliza regularmente modelos econométricos que permiten descomponer el crecimiento del flujo de crédito nuevo en factores de oferta y demanda. Sus resultados indican que los factores de oferta han desempeñado un papel destacado en el crecimiento de crédito a hogares observado hasta mediados de 2024, mientras que los factores de demanda han continuado operando en sentido opuesto, aunque con mucha menor intensidad. En cuanto al crédito a empresas no financieras, los factores de oferta, y en menor medida de demanda, han contribuido también al crecimiento del crédito nuevo registrado en los dos primeros trimestres del año (véase gráfico 3.5). La Encuesta sobre

Gráfico 3.5

**El crédito nuevo a empresas no financieras y hogares ha aumentado durante los dos primeros trimestres del 2024, impulsado principalmente por factores de oferta y, en menor medida, por factores de demanda**

### 3.5.a Descomposición macroeconómica por factores de oferta y demanda del crédito nuevo a hogares y empresas no financieras (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Variación interanual acumulada. Efectos de oferta y de demanda estimados con un modelo SVAR, se utilizan datos de volúmenes y diferenciales de tipos (tipo de préstamo respecto al tipo de depósitos) de las nuevas operaciones de crédito en los Estados de la Unión Económica y Monetaria. El modelo se estima mediante inferencia bayesiana utilizando un algoritmo de muestreo de Gibbs y Minnesota Priors usando 5.000 extracciones de la cadena MCMC (Monte Carlo Markov Chain) de un total de 50.000 iteraciones.

Préstamos Bancarios (EPB) también muestra una evolución positiva y generalizada en todos los segmentos de la demanda de crédito de forma consecutiva durante los tres trimestres transcurridos de 2024. Además, se espera que esta tendencia de demanda continúe en los trimestres siguientes<sup>11</sup>. En cuanto a la oferta, la EPB muestra una evolución más estable de los criterios de concesión de crédito que la estimada con los modelos econométricos.

**Los diferenciales de tipos de interés de préstamos nuevos (con respecto a los tipos de referencia de mercado) a hogares y empresas no financieras continúan repuntando (véase gráfico 3.6)<sup>12</sup>.** Estos diferenciales alcanzaron valores mínimos entre la segunda mitad de 2022 y la primera mitad de 2023, cuando el aumento de los tipos de interés por parte del BCE se trasladó de forma parcial y con cierto retardo a los tipos de interés de las operaciones crediticias, mientras que lo hacía de forma más rápida y plena a los tipos de referencia. Respecto a los nuevos préstamos a empresas no financieras, el repunte de los diferenciales comenzó en 2023 y ha continuado en 2024. Por su parte, los aumentos de los diferenciales en los nuevos préstamos hipotecarios a familias han sido menos pronunciados y permanecen en niveles históricamente reducidos, presentando una mayor heterogeneidad entre entidades.

**Los plazos de concesión de crédito a empresas no financieras y de las nuevas hipotecas a hogares han aumentado ligeramente.** El plazo promedio del crédito a empresas no

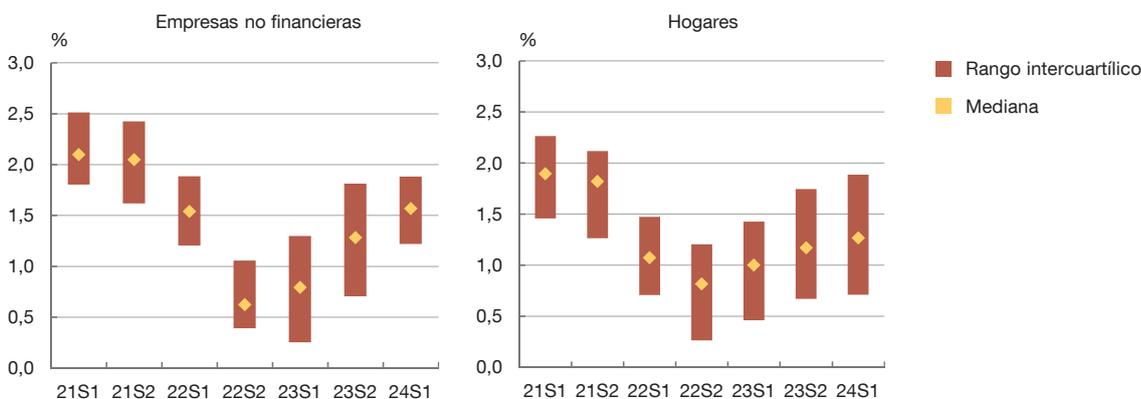
<sup>11</sup> Nota de prensa del Banco de España sobre los resultados de la EPB del tercer trimestre de 2024, Banco de España, del 15 de octubre de 2024.

<sup>12</sup> Los diferenciales son calculados con respecto a los tipos de interés de referencia IRS de acuerdo con su plazo.

Gráfico 3.6

### Los diferenciales con respecto a los tipos de referencia en los nuevos préstamos a empresas no financieras y nuevas hipotecas a hogares han aumentado

3.6.a Distribución por entidades del diferencial de tipos de interés para el nuevo crédito a sociedades no financieras y las nuevas hipotecas a familias (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se muestra el rango intercuartílico (diferencia percentil 75 y percentil 25) y el valor de la mediana del diferencial medio del tipo de interés (ponderado por el importe de crédito concedido), aplicado por las entidades de depósito sobre la curva swap IRS para las nuevas hipotecas a familias y los nuevos préstamos a sociedades no financieras concedidos en el semestre indicado, según información obtenida a partir de estados financieros reservados. Para familias, el diferencial se calcula sobre la base de préstamos nuevos en cuatro intervalos de plazo (flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial, más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial, más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial, más de diez años de fijación del tipo inicial). Cada intervalo se compara con el tipo IRS correspondiente al plazo de las hipotecas en el punto medio del mismo. Para operaciones con tipo variable y fijación menor a un año se emplea el tipo IRS a un año, y para operaciones con fijación mayor a diez años, el tipo IRS a veinticinco años, que se corresponde con el plazo medio de las nuevas hipotecas con un plazo de más de diez años. Para empresas no financieras, el diferencial se calcula sobre la base de préstamos nuevos en seis intervalos de plazo (variable y hasta tres meses de fijación del tipo inicial, entre tres meses y un año de fijación, entre uno y tres años, entre tres y cinco años, entre cinco y diez años, y más de diez años de fijación). Cada intervalo se compara con el tipo IRS en el punto medio de cada intervalo. Para operaciones con tipo variable y fijación menor a un año se emplea el tipo IRS a un año, y para operaciones con fijación mayor a diez años, el tipo IRS a veinticinco años.

financieras se sitúa en el primer semestre de 2024 en 2,7 años, tras haber sido de 2,2 en 2023. En el caso del crédito hipotecario a hogares, la distribución de plazos se mantiene relativamente estable con respecto al año previo, y en el primer trimestre de 2024 la mayor parte de las operaciones se encuentran concentradas en torno a los 25 años, y un pequeño grupo de entidades presentan plazos medios ligeramente superiores a 30 años.

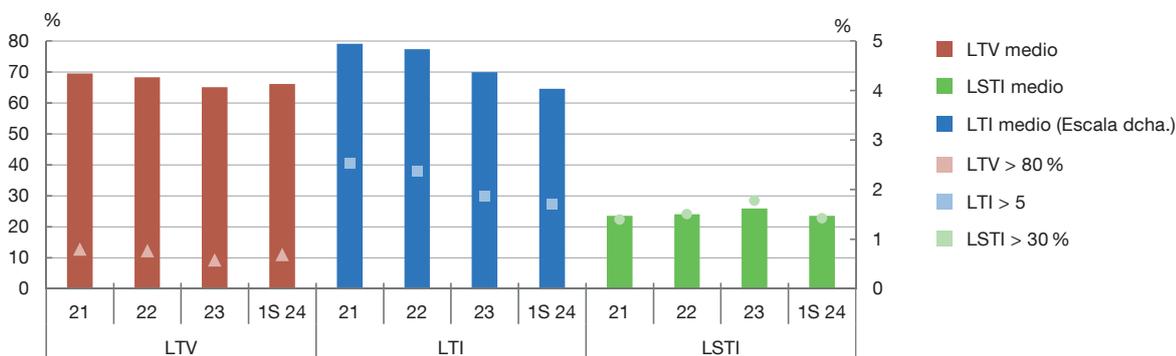
**El importe de las nuevas operaciones hipotecarias ha aumentado ligeramente en el primer semestre de 2024 con respecto al valor de las garantías aportadas.** El valor medio de la ratio LTV (*loan-to-value*) en estas operaciones ha presentado en el primer semestre de 2024 un ligero repunte de 1 pp respecto a los valores medios observados a lo largo de 2023, hasta alcanzar el 66,8 %. Asimismo, el peso relativo del crédito hipotecario nuevo con valores de LTV por encima del 80 % fue del 11,1 % en la primera mitad de 2024, solo marginalmente superior al de los dos años anteriores (véase gráfico 3.7).

**Continúa la tendencia descendente de la ratio entre el importe de las nuevas hipotecas y la renta de los hogares, a la que se une ahora un descenso de su carga financiera.** Así, la ratio LTI (*loan-to-income*, o ratio de préstamos sobre renta) al considerar como medida de ingresos de los hogares la renta neta ha mostrado un proceso de corrección continuada desde el año 2022, que se mantuvo en el primer semestre de 2024. Por su parte, la carga

Gráfico 3.7

**Aumenta ligeramente la ratio *loan-to-value* en el primer semestre de 2024, en contraste con los descensos de las ratios *loan-to-income* y *loan service-to-income***

### 3.7.a Estándares de concesión del nuevo crédito hipotecario a hogares (a) (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- La ratio préstamo-valor (LTV, acrónimo de *loan-to-value*) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios de la ratio LTV están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas.
- Se estima el valor de la ratio préstamo-ingresos (LTI, acrónimo de *loan-to-income*) para cada hipoteca como el cociente entre su importe al inicio de la operación sobre la renta neta del hogar. Se ha revisado la definición de ingresos utilizada en este informe alineándola con la Recomendación JERS 2016/14. Esta revisión implica el uso de la renta neta de los hogares en lugar de la renta bruta, como se había venido haciendo hasta ahora. En particular, hasta 2021 se utiliza la renta neta media de los hogares por código postal, disponible en el Atlas de Distribución de Renta para España proporcionado por el INE. Dado que esta información solo está disponible con un retraso de dos años (ya que se basa en datos fiscales), para inferir los ingresos de los hogares para el período 2021-2023 extrapolamos los datos de ingresos de 2020 utilizando información agregada para todo el país sobre la evolución de la renta neta de los hogares, también proporcionada por el INE. A partir de 2024, las entidades han comenzado a reportar a CIRBE información más detallada sobre los ingresos declarados para la concesión de cada nueva hipoteca. Esta definición de ingresos se ajusta a las directrices establecidas en la Recomendación JERS 2016/14, según lo especificado en la circular CIRBE, BOE-A-2023-7662. A aquellas operaciones de crédito en CIRBE que presentan en 2024 valores vacíos o inadmisibles de la información requerida de renta se les imputa un valor de renta a partir de la información disponible de la misma a nivel de código postal.
- Los valores medios de las ratios LTI y LSTI se calculan como las medias ponderadas del valor de dichas ratios en cada operación por el peso relativo (en términos de importe de principal) que tienen en el total de la cartera hipotecaria para la que se dispone de la información necesaria para calcular dicha ratio.

financiera, medida por la ratio LSTI (*loan-service-to-income*) se ha reducido en promedio en el primer semestre de 2024 hasta alcanzar un valor de 23,5%. Además, el porcentaje de nuevas hipotecas que tienen valores de esta ratio por encima del 30% se ha reducido ligeramente con respecto a los dos años previos<sup>13</sup>. Por tanto, ninguno de estos dos indicadores muestra señales de relajación de los criterios de concesión de hipotecas.

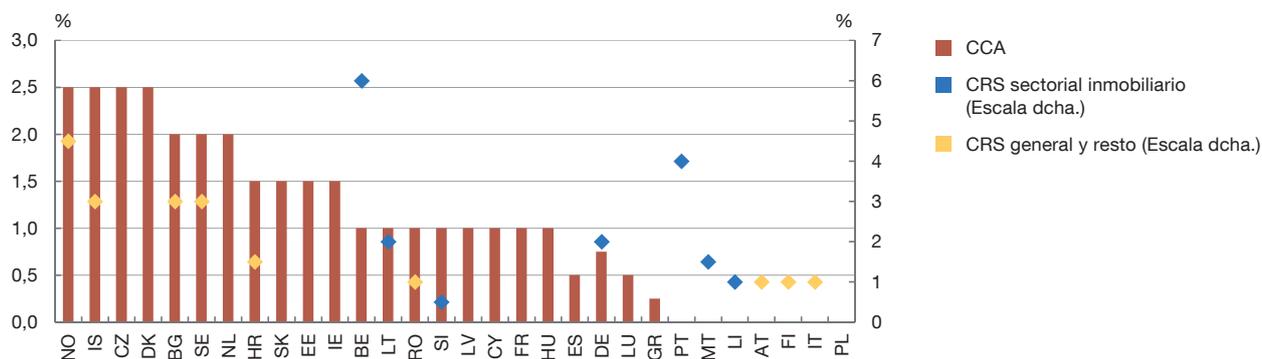
**El análisis de los estándares de concesión de préstamos resulta también relevante para el crédito a empresas.** El Banco de España está desarrollando indicadores de

<sup>13</sup> Se ha revisado la definición de ingresos utilizada en este Informe alineándola con la Recomendación JERS 2016/14. Esta revisión implica el uso de la renta neta de los hogares en lugar de la renta bruta, como se había venido haciendo hasta ahora. En particular, hasta 2021 se utiliza la renta neta media de los hogares por código postal, disponible en el Atlas de Distribución de Renta para España proporcionado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Dado que esta información solo está disponible con un retraso de dos años (ya que se basa en datos fiscales), para inferir los ingresos de los hogares para el período entre 2021-2023 extrapolamos los datos de ingresos de 2020 utilizando información agregada para todo el país sobre la evolución de la renta neta de los hogares, también proporcionada por el INE. A partir de 2024, las entidades han comenzado a reportar a la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) información más detallada sobre los ingresos declarados para la concesión de cada nueva hipoteca. Esta definición de ingresos se ajusta a las directrices establecidas en la Recomendación JERS 2016/14, según lo especificado en la circular CIRBE, BOE-A-2023-7662. A aquellas operaciones de crédito en CIRBE que presentan en 2024 valores vacíos o inadmisibles de la información requerida de renta se les imputa un valor de renta a partir de la información disponible de la misma a nivel de código postal.

Gráfico 3.8

### La práctica totalidad de los países de la Unión Europea/Espacio Económico Europeo ya cuentan con espacio macroprudencial liberable

#### 3.8.a Colchones macroprudenciales de capital en países europeos (a)



FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y elaboración propia.

a Este gráfico incluye el último nivel de CCA anunciado por países europeos (ámbito UE/EEE). Los aumentos de nivel del CCA son aplicables 12 meses después de su anuncio. Adicionalmente, se muestra el CRS específico para el sector inmobiliario y el CRS general y resto de casos de los países que los tienen activos. El CRS de Italia aplica únicamente a exposiciones domésticas. Los valores de CRS general de Austria y Rumanía se refieren al máximo de un rango establecido (0,5 a 1 y 0 a 1, respectivamente). Datos a junio de 2024.

seguimiento de las condiciones de concesión de préstamos a empresas y evaluando su capacidad de anticipar problemas de morosidad de las empresas a las que se les han otorgado préstamos en condiciones más laxas (véase recuadro 3.1).

**La situación identificada de riesgos sistémicos cíclicos en un nivel intermedio apoya la activación del requerimiento de CCA sobre las exposiciones en España en el 0,5% en el cuarto trimestre de 2024.** Esta decisión fue anunciada el pasado 1 de octubre, teniendo en cuenta las observaciones recibidas en un proceso de consulta e información pública<sup>14</sup>. La decisión es también coherente con la valoración por parte del BCE sobre la coyuntura actual<sup>15</sup>. Asimismo, cumple con la recomendación del Fondo Monetario Internacional (FMI), en el marco de su última evaluación del sistema financiero español, de establecer un nivel positivo neutral del CCA (véase recuadro 3.2). El Banco de España continuará revisando trimestralmente la evolución de los riesgos sistémicos cíclicos. De mantenerse la situación actual, se prevé incrementar el CCA hasta el 1% a partir del 1 de octubre del próximo año, con efectos vinculantes sobre las entidades un año después.

**La práctica totalidad de los países europeos han establecido algún colchón de capital con carácter macroprudencial y liberable en nivel positivo.** Tras el caso ya mencionado de España, Grecia ha sido el último país en anunciar la activación del CCA, fijando inicialmente

14 Véase la nota de prensa, “El Banco de España aprueba el nuevo marco para la fijación del colchón de capital anticíclico y establece en 0,5% su porcentaje para el cuarto trimestre”, de 1 de octubre de 2024.

15 Véase el Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre políticas macroprudenciales, de 28 de junio de 2024, donde se indica que la acumulación de colchones macroprudenciales en las condiciones actuales generaría costes limitados y que estos costes se ven aún más reducidos en un entorno de alta rentabilidad bancaria como el actual.

un porcentaje del 0,25 %, pero anticipando que espera aumentarlo el próximo año al 0,5 %. Adicionalmente, algunas autoridades mantienen activado el colchón contra riesgos sistémicos (CRS), en muchos casos en su versión sectorial para afrontar vulnerabilidades relacionadas específicamente con el mercado inmobiliario (véase gráfico 3.8). Por último, resulta relevante destacar la aplicación por parte del Banco de España de medidas recíprocas a las activaciones del CRS por parte de las autoridades de Portugal e Italia, por mantener ciertas entidades españolas exposiciones materiales con ambos países (véase recuadro 3.3).

## 3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

### 3.2.1 Desarrollos de la regulación de solvencia a escala de la UE y en otras jurisdicciones

**Las revisiones del Reglamento y la Directiva sobre Requerimientos de Capital (CRR III - CRD VI)<sup>16</sup> se publicaron en junio.** Este paquete normativo finaliza la implementación en la UE de las reformas pendientes de Basilea III, acordadas a nivel global, e incluye también otras medidas para fortalecer el marco prudencial europeo y asegurar la adecuación del sector bancario a nuevos retos, como la transición a la neutralidad climática. La mayor parte de las disposiciones entrarán en vigor de manera gradual a partir de 2025, sujeto, en el caso de la CRD VI, a la preceptiva transposición nacional, cuyo plazo vence en enero de 2026.

**Entre las novedades de la CRR III destacan las orientadas a obtener una medición más homogénea de los riesgos, es decir, a reducir la dispersión en el cálculo de los activos ponderados por riesgo (APR), el denominador de la ratio de solvencia.** Así, además de hacer más sensibles al riesgo algunos de los modelos estándar, se introducen ciertas limitaciones a la utilización de métodos internos. De forma destacada, se introduce el llamado suelo al *output*, que restringe el nivel mínimo de activos ponderados por riesgo resultado del uso de modelos internos al 72,5 % (a partir de 2030) del nivel que se obtendría usando los métodos estándar. De forma relacionada, la Autoridad Bancaria Europea (ABE o EBA, por sus siglas en inglés) ha recibido de los legisladores europeos un elevado número de mandatos para operacionalizar esta normativa.

**La Unión Europea ha transpuesto el marco de Basilea III de forma completa, introduciendo algunas particularidades europeas, en principio, transitorias.** Sin embargo, ante la incertidumbre sobre la implementación de Basilea III principalmente en

---

<sup>16</sup> Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo de los activos ponderados por riesgo; y Directiva (UE) 2024/1619 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por la que se modifica la Directiva 2013/36/UE en lo referente a las facultades de supervisión, las sanciones, las sucursales de terceros países y los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza.



Estados Unidos, la CE ha hecho uso de la capacidad que legalmente tenía atribuida para retrasar la entrada en vigor del marco de riesgo de mercado. En concreto, ha tomado la decisión de retrasarlo<sup>17</sup> hasta el 1 de enero de 2026.

**Una novedad normativa relevante de la CRD VI se refiere al uso del CRS para abordar riesgos relacionados con el cambio climático.** Las autoridades designadas, en la medida en que consideren que los riesgos climáticos pueden tener consecuencias negativas graves para el sistema financiero, deberán introducir un CRS que podría aplicarse a algunos conjuntos o subconjuntos de exposiciones, como, por ejemplo, a las sujetas a riesgos físicos y de transición relacionados con el cambio climático, si estiman que sería una medida eficaz y proporcionada para reducir tales riesgos. Los retos metodológicos, las limitaciones de datos y la correcta separación del componente climático de otros factores de riesgo sobre el sector bancario son retos que deberá abordar la potencial calibración del CRS para este propósito.

<sup>17</sup> Véase la nota de prensa de la CE, “La Comisión propone aplazar un año en la UE los requisitos prudenciales relativos al riesgo de mercado en el marco de Basilea III”, del 24 de julio de 2024.

**Algunas jurisdicciones, como Estados Unidos y el Reino Unido, implementarán las últimas reformas de Basilea III con posterioridad a la UE<sup>18</sup>.** En el caso de Estados Unidos, las propuestas para finalizar la implementación de Basilea III y ajustar el recargo macroprudencial de capital para sus entidades bancarias de importancia sistémica mundial se someterán nuevamente a consulta<sup>19</sup>, debido a los cambios motivados por el alcance de los comentarios recibidos a un primer borrador regulatorio. La próxima propuesta de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal previsiblemente suavizará los requisitos contemplados en el proyecto normativo inicial, que en muchos aspectos era más estricto que los acuerdos de Basilea III, y además introducía la novedad en Estados Unidos de aplicarse a entidades no consideradas internacionalmente activas. A la fecha de elaboración de este IEF, el vicepresidente de Supervisión de la Reserva Federal había avanzado la intención de que los bancos con activos entre 100.000 y 250.000 millones USD quedasen exentos de la aplicación de estas reformas, salvo en lo relativo al requisito de reconocer en el capital regulatorio las ganancias y pérdidas no realizadas de sus tenencias de valores mantenidos hasta el vencimiento. En el Reino Unido, la Autoridad de Regulación Prudencial (PRA, por sus siglas en inglés) hizo público en septiembre el borrador<sup>20</sup> final para incorporar las reformas pendientes de Basilea III a su ordenamiento. La PRA estima que los requisitos de capital de nivel 1 para las principales empresas británicas se mantendrán esencialmente inalterados —con un incremento inferior al 1 %, al término de la implantación en 2030 (la cual es aplazada al 1 de enero de 2026, con un período transitorio de cuatro años)—.

### 3.2.2 Otros desarrollos a escala de la UE

**La CE inició en mayo de este año una consulta pública sobre el desarrollo de un marco macroprudencial para los intermediarios financieros no bancarios (IFNB)<sup>21</sup>.** La consulta persigue recabar opiniones, principalmente de las autoridades, sobre la idoneidad de un marco macroprudencial para los IFNB. La consulta se basa en un informe<sup>22</sup> reciente de la CE donde se identificaban vulnerabilidades en los IFNB relacionadas con desajustes de liquidez y excesivo apalancamiento, así como intensas interconexiones entre estos intermediarios y las entidades de crédito. Dicho informe también identificaba posibles mejoras de la coordinación macroprudencial en toda la UE. Con este contexto, la consulta se estructura en

---

18 A nivel mundial, el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales y Jefes de Supervisión (GHOS, por sus siglas en inglés) del Banco de Pagos Internacionales reconoce los avances constatados en la implementación de las reformas de Basilea III. En su reunión de mayo, reiteró la expectativa de que todas las jurisdicciones completen su implementación normativa en 2025. Véase la nota de prensa del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), *“Governors and Heads of Supervision reiterate commitment to Basel III implementation and provide update on cryptoasset standard”*, de 13 de mayo de 2024.

19 Véase el discurso de Michael S. Barr, vicepresidente de Supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos, *“The Next Steps on Capital”*, del 10 de septiembre de 2024.

20 Véase la nota de prensa del Banco de Inglaterra, *“The PRA publishes the second policy statement on Basel 3.1 and proposals on the strong and simple capital regime for smaller firms”*, del 12 de septiembre de 2024.

21 Véase *“Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation (NBFi)”*, del 22 de mayo de 2024.

22 Véase *“Commission report on the macroprudential review for credit institutions, the systemic risks relating to Non-Bank Financial Intermediaries (NBFIs) and their interconnectedness with credit institutions”*, del 24 de enero de 2024.

torno a i) riesgos y vulnerabilidades generados por la IFNB; ii) herramientas para abordar el riesgo de liquidez y el apalancamiento excesivo; iii) interconexiones, y iv) coordinación supervisora en la UE.

**En octubre, la CE abrió una consulta pública sobre el funcionamiento del marco de titulaciones en la UE<sup>23</sup>.** Este proceso tiene como objetivo recabar la opinión de los participantes en el mercado de titulaciones de la UE sobre la eficacia del actual marco y posibles modificaciones de mejora. A este fin, se plantean diversas cuestiones relacionadas, con el ámbito de aplicación del Reglamento de titulaciones, los requisitos de transparencia y el tratamiento prudencial aplicables a este tipo de producto financiero. Se persigue relanzar las titulaciones como medio para aumentar la capacidad de financiación de la actividad económica y aumentar así la competitividad de la UE. Esta iniciativa se enmarca en el plan de acción de la unión de los mercados de capitales.

**La revisión del marco de resolución continúa avanzando.** El Consejo de la Unión Europea ha acordado su posición sobre la revisión del marco para la gestión de las crisis bancarias y la garantía de depósitos<sup>24</sup>, de manera que pueda comenzar a negociar con el Parlamento Europeo. Esta revisión incluye un conjunto de medidas para la gestión de crisis bancarias en la UE y, en particular, para mejorar el proceso de resolución de los bancos pequeños y medianos. En particular, la norma pretende ampliar el ámbito de la resolución y, a la vez, los recursos disponibles para la financiación de estos procesos. El texto del Consejo presenta una significativa complejidad por la multiplicidad de limitaciones y requisitos que establece, precisamente en procesos que requieren una considerable agilidad para minimizar su impacto en la estabilidad financiera.

**En el ámbito de la ciberresiliencia continúan los trabajos en el Sistema Europeo de Supervisión Financiera.** Las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, ESMA<sup>25</sup> y EIOPA<sup>26</sup>) han creado un marco<sup>27</sup> para la coordinación en caso de ciberincidentes sistémicos previsto en DORA (*Digital Operational Resilience Act*), cumpliendo con la **Recomendación JERS/2021/17**. Este marco permitiría responder de forma efectiva a los ciberincidentes que pudieran suponer un riesgo para la estabilidad financiera. Asimismo, la EBA está dando cumplimiento a los mandatos recibidos en esta norma y también en MiCAR (*Markets in Crypto Assets Regulation*), la regulación europea sobre criptoactivos que ha entrado en vigor recientemente. Por otra parte, la JERS publicó un informe<sup>28</sup> en el que se analizan, desde una perspectiva macroprudencial, las políticas y herramientas con objetivos operacionales existentes en la UE y su potencial uso en caso de un ciberincidente sistémico. El informe

---

23 Véase “*Targeted consultation on the functioning of the EU securitisation framework*”, del 9 de octubre de 2024.

24 Véase la nota de prensa del Consejo de la Unión Europea, “*Marco de gestión de crisis bancarias y garantía de depósitos: el Consejo acuerda su posición*”, del 19 de junio.

25 La Autoridad Europea de Valores y Mercados, por sus siglas en inglés.

26 La Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, por sus siglas en inglés.

27 Véase la nota de prensa, “*ESAs establish framework to strengthen coordination in case of systemic cyber incidents*”, de 17 de julio.

28 Véase el informe de la JERS, *Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools*, de 16 de abril.

clasifica las herramientas identificadas en tres categorías según su enfoque: i) recopilación, compartición y gestión de información; ii) coordinación entre autoridades y con entidades, y iii) sistemas de emergencia y respaldo.

### 3.2.3 Otros desarrollos a escala global

**El BCBS ha publicado un marco de reporte de las exposiciones de criptoactivos e introducido enmiendas en su marco de requisitos prudenciales sobre estos instrumentos<sup>29</sup>.** El nuevo marco de reporte permitirá tener unos requerimientos comunes sobre el desglose de las exposiciones de criptoactivos y mejorar la disponibilidad de información y la disciplina de mercado. Este nuevo marco será aplicable a partir del 1 de enero de 2026. En esa fecha se implementarán también las últimas modificaciones al estándar prudencial de criptoactivos que clarifican, entre otros aspectos, el criterio para que las *stablecoins* reciban un tratamiento regulatorio preferencial.

**Asimismo, el BCBS ha publicado sendos informes sobre las turbulencias<sup>30</sup> bancarias de primavera de 2023 y sobre la digitalización de las finanzas<sup>31</sup>.** El primero de estos informes recoge un análisis empírico actualizado sobre las dinámicas de riesgo de liquidez experimentadas durante los episodios de crisis del año pasado (con la entidad helvética Credit Suisse y con Silicon Valley Bank y otras entidades bancarias de mediano tamaño en Estados Unidos). El BCBS seguirá trabajando para aumentar la efectividad de la supervisión bancaria y se plantea considerar opciones para revisar el marco de Basilea en lo concerniente al riesgo de liquidez y al riesgo de tipo de interés en la cartera de negociación. En el informe sobre digitalización de las finanzas se analizan sus implicaciones para los bancos y las autoridades supervisoras, en tanto en cuanto pueden beneficiar a los bancos y a sus clientes, pero también pueden suponer una fuente de vulnerabilidades y amplificar los riesgos existentes.

**Adicionalmente, el BCBS ha publicado también la revisión de los Principios Básicos de Basilea (BCP, por sus siglas en inglés)<sup>32</sup> para una supervisión bancaria eficaz, y de su estándar sobre el riesgo de tipo de interés en la cartera de inversión.** La modificación de los BCP se suma a las realizadas anteriormente (en 2006 y en 2012, desde su introducción en 1997), y en ella se incluyen, entre otros aspectos, nuevos riesgos como los relacionados con el clima y la digitalización de las finanzas<sup>33</sup>. Asimismo, se han ajustado varios principios para reforzar la vigilancia macroprudencial y fomentar la coordinación entre autoridades

<sup>29</sup> Véanse los informes del BCBS, *Disclosure of cryptoasset exposures* y *Cryptoasset standard amendments*, del 17 de julio.

<sup>30</sup> Véase la nota de prensa del BCBS, *“Basel Committee publishes G20 progress report on the 2023 banking turmoil and liquidity risk”*, del 11 de octubre de 2024.

<sup>31</sup> Véase el informe del BCBS, *Digitalisation of finance*, del 16 de mayo de 2024.

<sup>32</sup> Véase el documento del BCBS, *Core Principles for effective banking supervision*, del 25 de abril de 2024.

<sup>33</sup> Para más información sobre la última actualización de los BCP, véase Asunción Alonso, Danae Durán, Belén García-Olmedo y María Antonia Quesada (2024), *“Principios básicos de Basilea para una supervisión bancaria eficaz: una actualización tras una década de experiencia”*, *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera.

supervisoras, así como para aclarar su papel en el proceso de mitigación de riesgos. Por otra parte, tras la consulta<sup>34</sup> realizada por el BCBS, se ha publicado un informe<sup>35</sup> con los ajustes al marco de perturbaciones (*shocks*) de tipo de interés a las que hace referencia el estándar de riesgo de tipo de interés en la cartera de inversión (IRRBB, por sus siglas en inglés).

**El BCBS ha sometido a consulta los principios para la adecuada gestión de los riesgos de terceros<sup>36</sup> y las guías para la gestión del riesgo de crédito de contraparte<sup>37</sup>.**

La primera viene motivada por los riesgos derivados de la creciente dependencia del sector bancario de los servicios prestados por terceros, debido especialmente a la digitalización y a la tecnología financiera. En cuanto a las guías sobre el riesgo de crédito de contraparte, estas pretenden hacer frente a las debilidades detectadas a raíz de episodios como el de Archegos. Así, se promueve la realización de continuos análisis de las contrapartes, el desarrollo de una estrategia de mitigación de este riesgo, la utilización de métricas adicionales para controlar y limitar el riesgo y el desarrollo de un marco de gobernanza del riesgo.

**El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) ha introducido un nuevo marco para la resolución ordenada de las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés).**

El informe<sup>38</sup> publicado al respecto destaca la importancia de la disponibilidad de liquidez, la capacidad de absorción de pérdidas y las herramientas para mantener la continuidad de las funciones críticas y mitigar los efectos adversos sobre la estabilidad financiera en caso de que sea necesaria la resolución de una CCP, especialmente aquellas de importancia sistémica. El FSB hará seguimiento de la implementación del nuevo marco en aquellas CCP de importancia sistémica y publicará los resultados en su informe anual de resolución.

**El FSB también ha publicado un informe con los trabajos que están realizando las autoridades financieras en relación con los riesgos financieros asociados con la naturaleza y la biodiversidad.**

El informe<sup>39</sup> ha constatado que los análisis en este campo se encuentran en diferentes niveles de avance según la autoridad responsable, en parte, por la diversidad de mandatos recibidos, y se concluye que es necesario un mayor grado de conocimiento sobre este tema, por parte de las autoridades y el sector privado, para poder hacer frente a estos riesgos.

---

34 Véase la nota de prensa del BCBS, “Basel Committee consults on targeted adjustments to its standard on interest rate risk in the banking book”, del 12 de diciembre de 2023.

35 Véase el documento del BCBS, «Recalibration of shocks for interest rate risk in the banking book», del 16 de julio de 2024.

36 Véase la nota de prensa del BCBS, “Basel Committee consults on principles for the sound management of third-party risk”, del 9 de julio de 2024.

37 Véase la nota de prensa del BCBS, “Basel Committee publishes consultation on guidelines for counterparty credit risk management”, del 30 de abril de 2024.

38 Véase el informe del FSB, *Financial Resources and Tools for Central Counterparty Resolution*, de 25 de abril de 2024.

39 Véase el informe del FSB, *Stocktake on Nature-related Risks: Supervisory and regulatory approaches and perspectives on financial risk*, del 18 de julio.

**El FSB ha sometido a consulta pública diversos temas adicionales.** Estos incluyen su evaluación de las reformas sobre titulizaciones<sup>40</sup> y las recomendaciones sobre la prestación de servicios de pagos transfronterizos<sup>41</sup> y de liquidez para los requerimientos de márgenes y colaterales en situaciones de estrés de los mercados<sup>42</sup>.

---

40 Véase la nota de prensa del FSB, “FSB consults on interim findings of its evaluation of the effects of the G20 financial regulatory reforms on securitisation”, del 2 de julio.

41 Véase la consulta del FSB, “Recommendations for Regulating and Supervising Bank and Non-bank Payment Service Providers Offering Cross-border Payment Services: Consultation report”, del 16 de julio.

42 Véase la consulta del FSB, “Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls: Consultation report”, del 17 de abril.

**EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS**

El papel desempeñado por el endeudamiento excesivo del sector privado no financiero en el desencadenamiento de crisis financieras anteriores<sup>1</sup> ha impulsado el desarrollo de un conjunto amplio de herramientas macroprudenciales. Entre ellas, destaca el colchón de capital anticíclico, que es un requerimiento de capital liberable que refuerza la solvencia de las entidades de crédito en fases de bonanza para que puedan absorber las potenciales pérdidas que se materialicen en situaciones de crisis. Pero también existen herramientas macroprudenciales que refuerzan la solvencia de los propios prestatarios y hacen más estrictas las condiciones de concesión de los préstamos a estos segmentos.

En este sentido, la conexión entre los precios de la vivienda y el crédito antes de la crisis financiera global ha centrado la atención en la deuda hipotecaria como un determinante clave de las vulnerabilidades sistémicas<sup>2</sup>. Notablemente, investigaciones previas han revelado que la relajación de los estándares de este tipo de préstamos contribuyó significativamente al aumento de los volúmenes hipotecarios antes de la crisis financiera global, dejando a muchos hogares en una situación muy vulnerable, y esta flexibilización estuvo fuertemente asociada con la gravedad de la crisis<sup>3</sup>.

En términos de políticas prudenciales, los límites sobre los criterios de concesión de préstamos (BBM, por sus siglas en inglés, referidas a *Borrower-Based Measures*) se están empleando cada vez con más frecuencia como herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo

sistémico derivado del crédito hipotecario. La literatura reciente ha mostrado que las BBM hipotecarias pueden reducir significativamente la probabilidad de incumplimientos hipotecarios<sup>4</sup>, y contener desarrollos insostenibles de crecimiento del crédito y los precios de la vivienda<sup>5</sup>.

Este recuadro investiga la relación entre los estándares de concesión de préstamo en el crédito a las sociedades no financieras (SNF) y el riesgo de incumplimiento, cuestión a la que se la ha prestado menos atención. Esto es particularmente notable, dados los desequilibrios sustanciales observados en el crédito corporativo antes de la crisis financiera global, y las elevadas ratios de préstamos morosos dentro de este sector durante la crisis<sup>6</sup>.

Este nuevo análisis proporciona además una guía para el posible uso de BBM en el sector corporativo, de la misma manera que se ha usado en el mercado hipotecario para aumentar la resiliencia de los prestatarios y mitigar las vulnerabilidades cíclicas<sup>7</sup>.

**La relación entre los estándares en el origen de los préstamos corporativos y los incumplimientos**

El presente análisis<sup>8</sup> emplea información individual sobre el crédito corporativo otorgado en España durante el período 2000-2020, cubriendo más de un ciclo de crédito completo. Específicamente, se cuenta con datos de cerca de 11 millones de transacciones durante este período, combinando datos de la Central de Información de

- 1 Véanse M. Schularick y A. M. Taylor (2012). "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, 102(2), pp. 1029-1061; S. Claessens, M. A. Kose y M. E. Terrones (2012), "How do business and financial cycles interact?", *Journal of International Economics*, 87, pp. 178-190.
- 2 Véanse O. Jordà, M. Schularick y A. M. Taylor (2016), "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles", *Economic Policy*, 31, pp. 107-152; G. Rünstler y M. Vlekke (2017), "Business, housing, and credit cycles", *Journal of Applied Econometrics*, 33, pp. 212-226.
- 3 Véanse J. V. Duca, J. Muellbauer y A. Murphy (2010), "Housing markets and the financial crisis of 2007-2009: Lessons for the future", *Journal of Financial Stability*, 6, pp. 203-217; T. Schelkle (2018), "Mortgage Default during the U.S. Mortgage Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 50, pp. 1101-1137.
- 4 Véase J. E. Galán y M. Lamas (2023), "Beyond the LTV Ratio: Lending Standards, Regulatory Arbitrage, and Mortgage Default", *Journal of Money, Credit and Banking*, 13041.
- 5 Véanse S. Claessens, S. R. Ghosh y R. Mihet (2013), "Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities", *Journal of International Money and Finance*, 39, pp. 153-185; E. Cerutti, S. Claessens y L. Laeven (2017), "The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence", *Journal of Financial Stability*, 28, pp. 203-224.
- 6 Véase A. Estrada y J. Saurina (2016), "Spanish boom-bust and macroprudential policy", *Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España*, 30, pp. 35-61.
- 7 Para una discusión, véanse E. O'Brien y E. Ryan (2017), "Motivating the Use of Different Macroprudential Instruments: The Countercyclical Capital Buffer vs. Borrower-Based Measures", *Economic Letter Series*, 15. Central Bank of Ireland; N. Apergis, A. F. Aysan y Y. Bakkar (2022), "Borrower- and lender-based macroprudential policies: What works best against bank systemic risk?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 80, 101648.
- 8 Para más detalles, véase L. Fernández Lafuerza y J. E. Galán (2024), "Should macroprudential policy target corporate lending? Evidence from credit standards and defaults", Documentos de Trabajo, 2413, Banco de España.

**EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (cont.)**

Riesgos con información del balance de las empresas en la Central de Balances, siendo ambas bases de datos del Banco de España.

Los nuevos préstamos bancarios otorgados a SNF son identificados y seguidos a lo largo del tiempo para comprobar si entran en incumplimiento durante el período de análisis. Por otro lado, se construyen medidas de endeudamiento de las empresas en el momento de la concesión del préstamo. El análisis se centra en la ratio deuda-activos (DTA, por las siglas en inglés de *debt-to-assets*), que mide el nivel de deuda de una empresa respecto a su activo total y en la ratio de cobertura de intereses (ICR, por las siglas en inglés de *interest coverage ratio*), que indica cuántas veces podría una empresa cubrir los pagos de intereses de su deuda con sus beneficios<sup>9</sup>. Cabe esperar que una DTA más alta y un ICR más bajo indiquen una peor calidad crediticia de la empresa.

El crédito a SNF se divide en tres subsectores de interés: empresas de construcción e inmobiliarias (RE, por sus siglas en inglés), pequeñas y medianas empresas en otros sectores (pymes) y grandes corporaciones de otros sectores. Este enfoque se alinea con los hallazgos de estudios previos, que identifican los beneficios de un análisis separado por tamaño y por subsectores relevantes<sup>10</sup>, tales como el de RE, que jugó un papel decisivo durante la crisis financiera global en España.

La relación entre los estándares de crédito en el momento de su concesión y los incumplimientos se evalúa con un modelo de probabilidad lineal<sup>11</sup>, donde se incluyen una variedad de controles de empresa y préstamo y efectos fijos.

Los resultados muestran que los estándares de crédito en el momento de su concesión tienen una fuerte asociación con los incumplimientos futuros. Estas asociaciones son particularmente fuertes para las empresas de RE y las pymes (véanse gráficos 1 y 2). En estos resultados hay

que tener en cuenta que las probabilidades estimadas resultan relativamente elevadas dado que el seguimiento del incumplimiento cubre un periodo extenso.

En particular, las empresas de RE con alto apalancamiento presentan probabilidades elevadas de incumplimiento, alcanzando hasta el 23 % para aquellas con una ratio DTA de 0,95. Esta probabilidad es cerca de 14 pp mayor que para las empresas de RE con bajo apalancamiento (DTA = 0,1). La asociación entre impagos y la ratio ICR también es bastante fuerte. Mientras que las empresas de este sector con alta cobertura de intereses (ICR = 25) presentan una probabilidad de incumplimiento de alrededor del 12 %, esta probabilidad llega a ser del 25 % en aquellas firmas cuyos préstamos se han originado con una cobertura baja (ICR = 2,5).

Para las pymes, las probabilidades estimadas son algo menores que en empresas de RE. Sin embargo, la sensibilidad del incumplimiento al deterioro de los estándares crediticios es incluso mayor. De hecho, la probabilidad de incumplimiento de las pymes pasa de un 1,2 % en aquellas con una DTA baja (0,1) a alrededor de 17 % en las empresas con una DTA muy alta (0,95). Asimismo, mientras que las pymes con una ratio alta de cobertura de intereses (ICR = 25) en el momento de la concesión del préstamo es de menos del 3 %, esta probabilidad aumenta hasta más del 16 % para aquellas empresas con una fracción baja de gastos por intereses cubiertos por beneficios (ICR = 2,5).

En el caso de las grandes empresas, se observa que la probabilidad de incumplimiento asociada a los distintos valores de las ratios DTA e ICR es bastante menor que para los otros tipos de empresas, aunque sigue siendo muy relevante dado el tamaño de estas firmas y el mayor volumen del crédito concedido por cliente. Se observa también que, para estas empresas, la ratio DTA sería mucho más informativa del riesgo de incumplimiento en

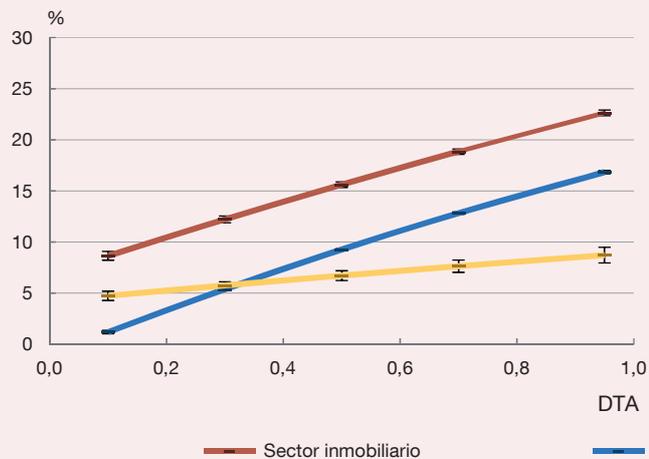
9 La deuda se calcula como la suma de las exposiciones bancarias existentes de la empresa en el registro de crédito y la deuda no bancaria reportada en el Registro Mercantil. Como medida de beneficios se considera el resultado económico bruto, siguiendo la definición de la Circular 5/2021, de 22 de diciembre, del Banco de España. También se estudian los efectos de la ratio de deuda a beneficios de la empresa y de los gastos financieros sobre beneficios. Las conclusiones son similares a las obtenidas para la ratio ICR.

10 Véanse K. Müller y E. Verner (2023), "Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations", *The Review of Economic Studies*, 112; L. Cathcart, A. Dufour, L. Rossi y S. Varotto (2020), "The differential impact of leverage on the default risk of small and large firms", *Journal of Corporate Finance*, 60, 101541.

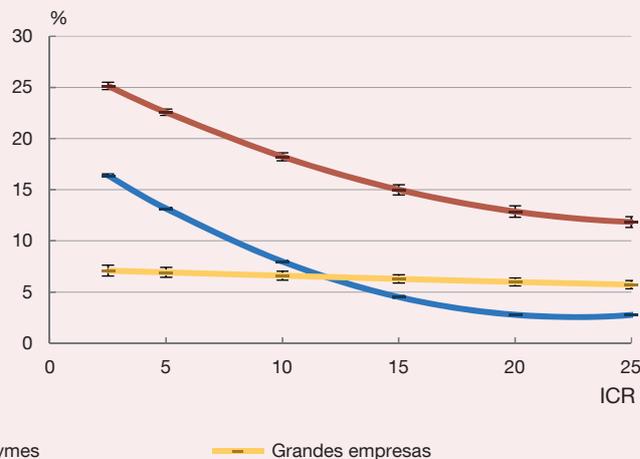
11 Los modelos para estimar la probabilidad de incumplimiento incluyen como variables explicativas un término lineal y uno cuadrático en el estándar considerado, una variable para beneficios negativos en el caso de ICR, además de controles de tamaño de empresa, liquidez, rentabilidad, edad, tipo de interés medio, indicadores de colateral en el crédito y de si la firma pertenece a un grupo empresarial, así como efectos fijos de banco, código postal, año y sector [Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) a dos dígitos].

**EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (cont.)**

**Gráfico 1**  
Impacto de la ratio DTA sobre la probabilidad de incumplimiento



**Gráfico 2**  
Impacto de la ratio ICR sobre la probabilidad de incumplimiento



FUENTE: Banco de España.

a Los modelos para estimar la probabilidad de incumplimiento incluyen un término lineal y uno cuadrático en el estándar indicado [ratio de deuda sobre activos (DTA, por sus siglas en inglés) y ratio de cobertura de intereses (ICR, por sus siglas en inglés)], una variable para ingresos negativos en el caso de ICR, además de controles de tamaño de empresa (logaritmo de activos), liquidez (activo líquido sobre pasivo líquido), rentabilidad [return on equity (ROE)] edad, tipo de interés medio de la empresa, e indicadores de colateral en el crédito, empresa perteneciente a un grupo y efectos fijos de banco, código postal, año y sector [Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) a dos dígitos]. Las barras de error, apenas visibles, corresponden a dos errores estándar.

comparación con la ratio ICR. La tasa de incumplimiento pasa del 5%, en empresas con una baja ratio de apalancamiento (DTA = 0,1) al 9% en aquellas con un alto apalancamiento (DTA = 0,95). No obstante, la relación entre la probabilidad de incumplimiento y la ratio ICR también es negativa y estadísticamente significativa.

**La edad de la empresa, la existencia de relaciones bancarias previas, y la posición en el ciclo financiero son también importantes para la probabilidad de incumplimiento**

En el estudio también se encuentra que la relación entre los estándares de crédito en el origen del préstamo y el riesgo de incumplimiento es heterogénea dependiendo de la existencia de una relación previa banco-empresa y de la edad de la empresa. En particular, se encuentra que el efecto de los estándares de crédito es menor para las empresas jóvenes. Es decir, peores estándares de préstamo (mayor DTA o menor ICR) aumentan el riesgo de incumplimiento menos en las empresas jóvenes en comparación con las empresas más maduras.

Detrás de estos resultados puede haber varias razones. Por una parte, puede que las entidades realicen

procesos de selección más estrictos a estas empresas, lo que podría llevar a que factores no observados de riesgo evaluados por los bancos sean más relevantes que las ratios financieras en el momento de otorgar el préstamo. Por otra parte, la decisión de financiar empresas más jóvenes puede estar influida en mayor medida por las perspectivas de crecimiento futuras, otra variable no observada. Esta relación con la edad es especialmente relevante para las pymes y las empresas de RE, mientras que es muy débil para las grandes empresas, lo que implica que la relevancia de los estándares de crédito para predecir incumplimientos es menos sensible a la edad en las empresas de mayor tamaño. Esto puede deberse a que la edad media de las empresas grandes es mayor y la variación de esta variable entre ellas, menor.

En cuanto a la relación banco-empresa, los resultados muestran que la asociación entre los estándares de préstamo y el riesgo de incumplimiento es menos fuerte en las empresas con nuevas relaciones bancarias. En particular, la asociación de la ratio DTA con el riesgo de incumplimiento para empresas que establecen una nueva relación bancaria se reduce en cerca de un 45% para empresas RE, un 51% para pymes y un 54% para

**EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (cont.)**

Gráfico 3  
Proporción DTA > 0,95 (a)

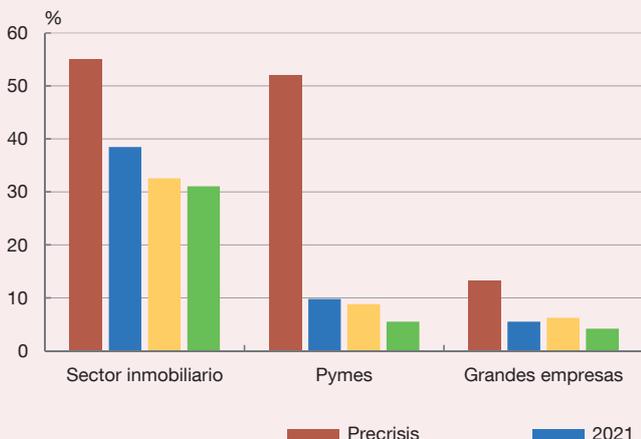
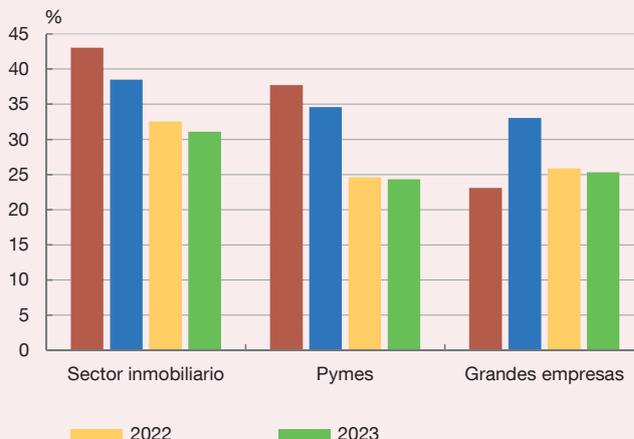


Gráfico 4  
Proporción ICR < 2,5 (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Se muestra la proporción de nuevas operaciones con una ratio de deuda sobre activo (DTA) en el origen del crédito superior a 0,95, donde el activo se evalúa al final del año anterior a la concesión del crédito. Los datos de deuda bancaria provenientes de CIRBE se enlazan con datos de deuda no bancaria y activos provenientes de la Central de Balances. El periodo Precrisis corresponde al promedio 2000-2008.
- b Se muestra la proporción de nuevas operaciones con una ratio de cobertura de intereses (ICR) en el origen del crédito inferior a 2,5, donde la ratio se evalúa al final del año anterior a la concesión del crédito. La ratio ICR se calcula como resultado económico bruto dividido por intereses por financiación recibida, con datos provenientes de la Central de Balances para la muestra enlazada con CIRBE. El periodo Precrisis corresponde al promedio 2000-2008.

empresas grandes. En el caso del ICR, esta asociación se reduce en un 54 % para firmas RE, un 59 % para pymes y un 28 % para grandes empresas. Al igual que en el caso de la edad, una razón detrás de estos resultados puede estar relacionada con los procesos de selección más estrictos que enfrentan las empresas que establecen una nueva relación bancaria<sup>12</sup>.

Respecto al ciclo financiero, los resultados resaltan una asociación más fuerte entre los estándares crediticios y el riesgo de impago en períodos expansivos del crédito, que durante fases de crecimiento bajo o moderado. Esto sugiere que, durante fases de alto crecimiento del crédito, la relajación de los criterios de concesión puede estar relacionada con una mayor propensión al riesgo por parte de las entidades, lo que hace más relevante la implementación de límites a los estándares de concesión de préstamos.

**Implicaciones para la política macroprudencial y situación actual**

Los resultados descritos anteriormente respaldan la aplicación de BBM como una herramienta efectiva para reducir el riesgo de incumplimiento del crédito corporativo y mejorar la estabilidad financiera durante eventos adversos, de forma análoga a la utilización de este tipo de herramientas en exposiciones crediticias a hogares<sup>13</sup>.

No obstante, estos hallazgos también sugieren que el diseño de estas herramientas debe tener en cuenta las particularidades del crédito corporativo, identificando sectores sistémicos clave, como las actividades inmobiliarias, y distinguiendo por el tamaño de la empresa, la edad y las nuevas relaciones bancarias. Además, la posición en el ciclo financiero y la salud de las empresas juegan papeles críticos en la calibración de estas políticas

12 Véase A. N. Berger y G. F. Udell (1995), "Relationship lending and lines of credit in small firm finance", *The Journal of Business*, 68, pp. 351-381.  
 13 Véanse E. Cerutti, S. Claessens y L. Laeven (2017), "The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence", *Journal of Financial Stability*, 28, pp. 203-224; O. Akinci y J. Olmstead-Rumsey (2018), "How effective are macroprudential policies? An empirical investigation", *Journal of Financial Intermediation*, 33, pp. 33-57.

**EL EFECTO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LA CALIDAD DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (cont.)**

para evitar que las restricciones de crédito afecten negativamente a empresas solventes, pero con liquidez reducida durante eventos de estrés financiero.

Desde un punto de vista regulatorio, es importante destacar que el marco macroprudencial español se encuentra en una posición aventajada con respecto a otros países de nuestro entorno. En particular, la legislación actual ya permite introducir, en caso necesario, límites sobre los criterios de concesión de préstamos a las empresas no financieras<sup>14</sup>.

En este sentido, la comparación de los valores recientes de los estándares crediticios con aquellos alcanzados antes de la crisis financiera global (véanse gráficos 3 y 4)

muestra que la proporción de préstamos con ratio DTA muy elevada y con ratio ICR muy baja se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, y que estos valores se encuentran muy alejados de aquellos observados antes de la crisis financiera global. Esto es especialmente notorio en el sector de RE y en las pymes, donde estos estándares crediticios se relajaron de forma claramente excesiva durante esos años.

Aunque en la actualidad no se observen deterioros relevantes de los criterios de concesión de préstamos a empresas, este nuevo conjunto de indicadores resulta fundamental para realizar un seguimiento regular y poder evaluar la prudencia de las entidades en la concesión de este tipo de crédito.

---

14 Véase la [Circular 5/2021](#), de 22 de diciembre, del Banco de España.

**EL PROGRAMA DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL DE 2024 POR EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL**

El Fondo Monetario Internacional (FMI) concluyó el pasado mes de junio su última evaluación del sistema financiero español. Se trata de la cuarta vez que nuestro país se somete a un ejercicio del Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) a cargo de este organismo multilateral, tras las ediciones de 2006, 2012 y 2017. El resumen de los trabajos realizados y las principales recomendaciones dirigidas a las autoridades españolas de este FSAP se recogen en el informe *Financial System Stability Assessment* (FSSA), publicado por el FMI en su sitio web<sup>1</sup>.

El FSAP de España de 2024 se ha estructurado en torno a diversas líneas temáticas de trabajo. Cada una de ellas ha sido objeto de una nota técnica pública (*technical note*) en la que específicamente se detalla el enfoque de análisis seguido por el FMI y se desarrolla su valoración y conclusiones sobre la situación española<sup>2</sup>:

- Análisis de riesgo sistémico.
- Marco e instrumentos de política macroprudencial.
- Regulación y supervisión de entidades de crédito menos significativas.

- Regulación, supervisión, vigilancia y gestión de crisis de infraestructuras de mercado.
- Ciberriesgo.
- Desarrollos y vigilancia de *fintech*.
- Gestión de crisis y red de seguridad financiera.

El FMI ha valorado positivamente la resiliencia del sistema financiero español y, en particular, del sector bancario. De manera destacada, el FMI ha constatado el desapalancamiento de los hogares y empresas, al tiempo que aprecia que los riesgos planteados por el sector financiero no bancario son contenidos, dado su limitado peso en el conjunto del sistema. Los principales riesgos para la estabilidad financiera en España (que se sintetizan en el cuadro 1) estarían asociados a una reducción brusca del crecimiento económico y a un endurecimiento de las condiciones de financiación, desencadenados por tipos de interés más elevados o por presiones a la baja sobre los precios en el sector inmobiliario. Con todo, las pruebas de resistencia realizadas por el FMI han puesto de manifiesto la resiliencia agregada del sector bancario ante eventuales escenarios macrofinancieros adversos,

Cuadro 1  
Matriz de evaluación de riesgos del FSAP

Riesgo	Probabilidad Relativa	Impacto esperado
Intensificación de conflictos regionales y de la fragmentación geoeconómica	Alta	Medio
Desaceleración económica internacional abrupta o recesión que pueda deparar inestabilidad financiera	Media	Alto
Volatilidad de los precios de materias primas	Alta	Medio
Calibración inadecuada de la política monetaria	Media	Medio / Alto
Implementación insuficiente de compromisos fiscales, retrasos en proyectos financiados por la Unión Europea o reevaluación del riesgo soberano	Media	Alto
Eventos climáticos extremos	Media	Medio
Ciberamenazas	Media	Alto

FUENTES: FMI y elaboración propia.

1 Para un resumen más detallado sobre el FSAP de España 2024, véase el artículo “El programa de evaluación del FMI para el sistema financiero español: Una visión general desde una perspectiva de estabilidad financiera”, *Revista de Estabilidad Financiera* - Banco de España, 47, otoño (de próxima publicación).  
 2 Las notas técnicas del FSAP de España están disponibles en el sitio web del FMI en el siguiente [enlace](#).

## EL PROGRAMA DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL DE 2024 POR EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (cont.)

Cuadro 2  
Recomendaciones del FMI de relevancia para el Banco de España

Recomendación	Horizonte temporal de cumplimiento (a)
<b>Marco e instrumentos de política macroprudencial</b>	
Introducir medidas como el CCA positivo neutral para que los bancos vean incrementada su capacidad de absorción de pérdidas ante eventos adversos de riesgo	Inmediato
Incrementar la frecuencia mínima de las reuniones del Consejo de la AMCESFI y potenciar su perfil de comunicación y de rendición de cuentas con la publicación de resúmenes/actas públicas e Informes Anuales más tempranos	Inmediato
Considerar la designación de dos o tres miembros externos en la AMCESFI para fortalecer la diversidad de perspectivas y de conocimiento experto	Inmediato
Seguir desarrollando el marco macroprudencial mediante el cierre de lagunas de información y reforzando los requerimientos de información estadística	Corto plazo
<b>Análisis y seguimiento del riesgo sistémico</b>	
Ampliar la recopilación de datos para el seguimiento de la inversión extranjera en el sector inmobiliario	Corto plazo
Crear una infraestructura para el análisis de flujos de caja granulares.	Corto plazo
<b>Vigilancia del sistema financiero</b>	
Asegurar la alineación de los recursos de las autoridades supervisoras a la carga de trabajo presente y futura	Inmediato
<b>Supervisión y regulación de entidades de crédito menos significativas</b>	
Optimizar el sistema de seguimiento a distancia y aplicar proporcionalidad en la ejecución del Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora (PRES) en el contexto de inspecciones presenciales y actividades temáticas más frecuentes y focalizadas	Inmediato
Reforzar las actividades de inspección <i>in situ</i> del Banco de España sobre gobernanza y gestión de riesgos en entidades menos significativas, con atención a la gestión de los riesgos de liquidez y de tipo de interés en la cartera de inversión	Inmediato
<b>Gestión de crisis y red de seguridad financiera</b>	
Establecer y hacer operativa una estrategia para abordar posibles necesidades de liquidez durante la resolución de una entidad bancaria	Inmediato
<b>Supervisión y vigilancia de riesgos de ciberseguridad</b>	
Realizar inspecciones <i>in situ</i> como parte de la supervisión de infraestructuras de mercados financieros. Llevar a cabo más estudios temáticos al tiempo que se mantienen las visitas <i>in situ</i> a una muestra de entidades menos significativas. Desarrollar un marco sencillo de pruebas de ciberseguridad basada en los principios TIBER-ES ( <i>Threat Intelligence Based Ethical Red-Teaming</i> – España)	Corto plazo
<b>Regulación, supervisión y vigilancia de infraestructuras de mercado</b>	
Formalizar un acuerdo de cooperación entre la CNMV y el Banco de España sobre responsabilidades de vigilancia de infraestructuras de mercado	Corto plazo
<b>Fintech</b>	
Delegar poderes a la Comisión de Coordinación y a las autoridades integrantes para acometer cambios en el funcionamiento del <i>sandbox</i> (espacio controlado de pruebas), depurar procedimientos administrativos, y proporcionar mayor flexibilidad a las autoridades supervisoras en el uso combinado de herramientas	Corto plazo
<b>Integridad financiera</b>	
Complementar la evaluación nacional de riesgos, garantizar la fiabilidad de los datos de registros, extender a agentes y proveedores relacionados con criptoactivos las actividades supervisoras basadas en riesgo para la prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo	Corto plazo

FUENTES: FMI y elaboración propia.

a «Inmediato» se refiere a menos de un año, «Corto plazo» a entre uno y tres años.

**EL PROGRAMA DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL DE 2024 POR EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (cont.)**

aunque también que esta se apoyaría, en parte, en un desapalancamiento notable en estos escenarios.

Como es habitual en los FSAP, el FMI ha formulado un conjunto de recomendaciones a las autoridades españolas para su cumplimiento en los próximos años. Para cada tema, las recomendaciones recogidas por el FMI en el FSAP varían en su alcance institucional (autoridades destinatarias afectadas) y temporal (previsión de cumplimiento en el corto o medio plazo —entre uno y cinco años—).

En el ámbito de la política macroprudencial, el FMI plantea la conveniencia de desarrollar un marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) orientado a la activación de este instrumento en tiempos normales para las exposiciones ubicadas en España. De esta forma se reforzaría la solvencia de las entidades bancarias para afrontar el riesgo sistémico cíclico. La activación del CCA recientemente aprobada por el Banco de España<sup>3</sup> daría cumplimiento a esta recomendación.

Por otra parte, el FMI sugiere mejoras en la gobernanza de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), en términos de mayor transparencia sobre sus actuaciones, composición ampliada a miembros externos y mayor disponibilidad de información (véase cuadro 2).

La realización de este FSAP ha sido posible gracias a una estrecha colaboración institucional a diversos niveles. Bajo la coordinación general del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional), el FSAP involucró al Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores

(CNMV), la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), la Autoridad de Resolución Ejecutiva (FROB), el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y el Servicio Ejecutivo de la Comisión para la Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (Sepblac), entre otras autoridades. Asimismo, la delegación del FMI mantuvo encuentros con organismos de la UE con cometidos de vigilancia del sistema financiero español (el Banco Central Europeo y la Junta Europea de Riesgo Sistémico), así como con diversos representantes del sector privado y académico.

Por la relevancia de los temas tratados, miembros del personal de distintas áreas funcionales del Banco de España estuvieron involucrados en todas las líneas de trabajo del FSAP, y proporcionaron la información solicitada por el FMI a través de cuestionarios. Junto con el BCE, el Banco de España aportó datos para las pruebas de resistencia del FMI y para otros análisis cuantitativos relacionados. Desde un punto de vista logístico, el Banco de España facilitó la organización en sus instalaciones en Madrid de la mayor parte de las sesiones técnicas de trabajo programadas para las misiones (visitas) de las delegaciones del FMI a nuestro país a mediados de 2023 y a comienzos de 2024.

El próximo FSAP de España previsiblemente se realizará en 2029. La importancia sistémica que el FMI concede al sector financiero español supone que España esté incluida en el grupo de jurisdicciones sujetas a FSAP con frecuencia quinquenal. Hasta entonces, el FMI hará un seguimiento regular del progreso en el cumplimiento de las recomendaciones formuladas a las autoridades españolas en el reciente FSAP en el contexto de sus próximas consultas anuales del artículo IV (sobre políticas macroeconómicas nacionales).

3 Véase “El Banco de España aprueba el nuevo marco para la fijación del colchón de capital anticíclico y establece en 0,5 % su porcentaje para el cuarto trimestre”, nota de prensa de 1 de octubre de 2024. La citada recomendación del FMI había sido formulada poco antes de que el Banco de España anunciara, el 16 de mayo de 2024, su intención de introducir un porcentaje positivo del CCA. El Directorio Ejecutivo del FMI reconoció ese desarrollo reciente en su comunicado “IMF Executive Board Concludes 2024 Article IV Consultation with Spain”, de 6 de junio de 2024.

### RECIPROCIDAD DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL CASO DE LOS COLCHONES CONTRA RIESGOS SISTÉMICOS DE PORTUGAL E ITALIA

La legislación prudencial aplicable a las entidades de crédito en la Unión Europea (UE) faculta a los Estados miembros para la activación de una serie de herramientas macroprudenciales para prevenir y mitigar los riesgos sistémicos para su estabilidad financiera. En el caso del Banco de España, sus competencias de política macroprudencial y las herramientas a su disposición se recogen principalmente en la normativa española<sup>1</sup> que transpone la Directiva 2013/36/UE (conocida como CRD, por sus siglas en inglés)<sup>2</sup>, en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR)<sup>3</sup> y también en el Real Decreto 102/2019<sup>4</sup>, que, entre otras cuestiones, desarrolla herramientas prudenciales propias de la legislación española.

La elevada integración del sistema financiero de la UE lleva a que las entidades de crédito ofrezcan a menudo servicios financieros transfronterizos —o por medio de filiales o sucursales situadas en otro Estado miembro—. Esto puede hacer necesario que, para que las medidas macroprudenciales que adopta un Estado miembro sean eficaces y no deparen efectos no deseados, también se tenga que requerir su aplicación a las exposiciones a ese Estado que tengan entidades de crédito domiciliadas en otros países de la UE.

De hecho, la activación de ciertas herramientas en un país determinado se aplica automáticamente, bajo ciertas condiciones, a todas las entidades de la UE; este es el caso del colchón de capital anticíclico<sup>5</sup>. En otras medidas, la normativa europea contempla la posibilidad de que la autoridad del país que la activa pueda solicitar que las autoridades de otros países adopten medidas análogas. Es lo que se conoce como «reciprocidad voluntaria».

En este contexto, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) emitió la **Recomendación 2015/2**, sobre la

determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial, con objeto de velar por la eficacia y coherencia de la política macroprudencial y reducir las posibilidades de arbitraje regulatorio.

Para guiar la decisión de las autoridades de otros Estados miembros sobre si corresponde dar reciprocidad a las medidas contempladas en la recomendación, la JERS viene estableciendo, caso por caso, umbrales orientativos de materialidad, habitualmente en términos del volumen de la exposición con contrapartes en el país que activa la medida inicial. De acuerdo con la recién citada recomendación JERS/2015/2, no sería necesario aplicar medidas recíprocas a las entidades de países distintos del que activa las medidas si su exposición al riesgo que las motiva se sitúa por debajo de cierto umbral. De esta forma, se aplica el principio de proporcionalidad en este ámbito, evitando generar costes innecesarios por activar medidas macroprudenciales sobre exposiciones no materiales. En caso de superar los umbrales de materialidad, las autoridades de otros Estados miembros deberían adoptar una medida recíproca, aunque existe la posibilidad de no adoptarla si se alegan causas justificadas.

En cumplimiento de la Recomendación JERS/2015/2<sup>6</sup>, el Banco de España analiza de manera individualizada cada petición de reciprocidad de otros Estados miembros. En todos los casos analizados hasta este año, el Banco de España había constatado que el volumen de las exposiciones de las entidades españolas a los países que solicitaban reciprocidad se situaba en niveles sustancialmente inferiores a los umbrales de materialidad prefijados en las correspondientes recomendaciones.

1 **Ley 10/2014**, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito; Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, y **Circular 2/2016**, de 2 de febrero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la **Directiva 2013/36/UE** y al **Reglamento (UE) n.º 575/2013**.

2 **Directiva 2013/36/UE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

3 **Reglamento (UE) n.º 575/2013** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

4 **Real Decreto 102/2019**, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

5 De hecho, el automatismo de esta herramienta es mucho más amplio geográficamente, al extenderse a todos aquellos países cuyas autoridades bancarias nacionales son miembros del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

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

### RECIPROCIDAD DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL CASO DE LOS COLCHONES CONTRA RIESGOS SISTÉMICOS DE PORTUGAL E ITALIA (cont.)

Asimismo, no se había apreciado que existieran otras razones que aconsejaran adoptar medidas macroprudenciales recíprocas, por lo que el Banco de España no había adoptado en consecuencia ninguna medida de ese tipo<sup>7</sup>.

La situación ha cambiado recientemente, pues la JERS ha emitido en 2024 dos recomendaciones de reciprocidad sobre medidas adoptadas en Portugal e Italia, que sí son materiales para el sistema bancario español.

La ausencia de medidas recíprocas podría incentivar la provisión de crédito en Portugal y en Italia por parte de las entidades españolas, pues soportarían un menor coste de capital relativo frente al resto de las entidades que operan en estos países. En el caso de aquellas que operan a través de filiales en estos dos países, se generarían incentivos para trasladar negocio a entidades de su mismo grupo bancario a las que no se aplique la medida adoptada. Por ejemplo, estas entidades podrían seguir proporcionando crédito en Portugal e Italia a través de sucursales. Esta opción ganaría atractivo también para las entidades sin filiales en estos dos países. También se podrían generar incentivos a desplazar capital hacia las filiales afectadas por la medida en el país que la activa.

Todo ello limitaría la efectividad de las medidas adoptadas por Portugal e Italia, dando incentivos para canalizar los recursos de las entidades bancarias españolas a estos países, lo que podría tener potenciales implicaciones adversas para su estabilidad financiera.

#### El colchón contra riesgos sistémicos sectorial de Portugal

El Banco de Portugal, como autoridad nacional designada, anunció<sup>8</sup> en noviembre de 2023 la adopción de una medida del colchón contra riesgos sistémicos (CRS) sectorial para entidades de crédito. Este colchón se fija en un porcentaje del 4% y se aplica a las exposiciones minoristas a personas físicas garantizadas

por bienes inmuebles residenciales situados en Portugal a las que se aplique el método basado en calificaciones internas —*Internal Ratings-Based Approach* (IRB)— para calcular los requerimientos de fondos propios por riesgo de crédito. El CRS sectorial se aplicará al mayor nivel de consolidación de las entidades en Portugal, estando vigente desde el 1 de octubre de 2024 y sujeto a revisión, al menos, cada dos años.

Según el Banco de Portugal, esta medida macroprudencial tiene una finalidad preventiva, al ir dirigida a aumentar la resiliencia de las entidades frente a la potencial materialización de riesgos de carácter sistémico que se han observado en el sector inmobiliario residencial en Portugal. De hecho, se aplica exclusivamente a las entidades que utilizan el método IRB, ya que la ponderación por riesgo media estimada, del 14%, se sitúa significativamente por debajo de la del método estándar (35% para exposiciones comparables).

Tras notificar formalmente a la JERS su intención de establecer este colchón, el Banco de Portugal solicitó también que, a la vista de la naturaleza sistémica de los riesgos identificados, se recomendara la reciprocidad de la medida a otros Estados miembros. La medida de Portugal resulta de aplicación a cinco entidades con sede en ese país; entre ellas, dos filiales de entidades españolas<sup>9</sup>. La JERS emitió la **Recomendación JERS/2023/11**, en la que se muestra favorable a la adopción de la medida propuesta.

Asimismo, en respuesta a la solicitud de reciprocidad del Banco de Portugal, la JERS emitió<sup>10</sup> la **Recomendación JERS/2023/13**, en la que invita a las autoridades pertinentes de otros Estados miembros a adoptar medidas recíprocas del CRS sectorial fijado por el Banco de Portugal, y a que las establezcan al mayor nivel de consolidación de las entidades y aseguren que son aplicables y se cumplen desde el 1 de octubre de 2024. Como orientación para las autoridades de otros países, la recomendación establece el umbral de materialidad, a nivel de entidad, en 1.000 millones de euros. Es decir, se

<sup>7</sup> La información sobre las solicitudes de reciprocidad voluntaria vigentes puede consultarse en este [enlace](#).

<sup>8</sup> Véase "*Press release by the Banco de Portugal on the imposition of a capital buffer on exposures secured by residential real estate*", nota de prensa del Banco de Portugal de 15 de noviembre de 2023.

<sup>9</sup> Santander Totta - SGPS, SA (perteneciente al Grupo Santander) y Banco BPI, SA (del Grupo CaixaBank).

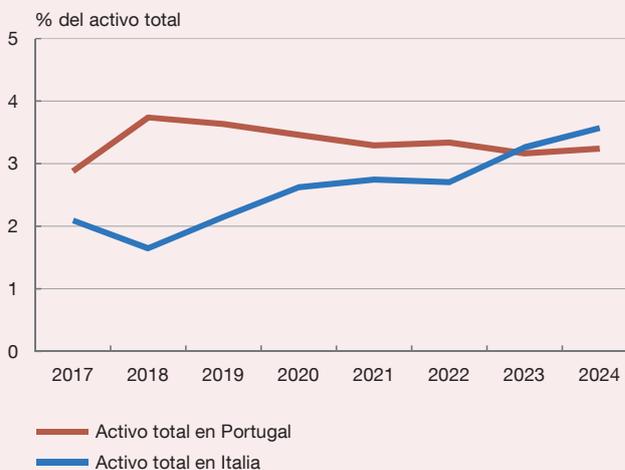
<sup>10</sup> Recomendación de la JERS, de 8 de diciembre de 2023, que modifica la Recomendación JERS/2015/2, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2015/2).

**RECIPROCIDAD DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL CASO DE LOS COLCHONES CONTRA RIESGOS SISTÉMICOS DE PORTUGAL E ITALIA (cont.)**

**Gráfico 1**  
Actividad crediticia del sector bancario español en Portugal por tipo de préstamo y porcentaje de exposiciones minoristas IRB sobre exposiciones minoristas totales en Portugal (a) (b)



**Gráfico 2**  
Activo total del sector bancario español en Portugal e Italia



FUENTE: Banco de España.

- a La categoría «Resto de préstamos» incluye los préstamos y anticipos a bancos centrales, Administraciones Públicas, entidades de crédito, otras sociedades financieras, sociedades no financieras y crédito al consumo de los hogares. Datos a junio de cada ejercicio.
- b IRB (*Internal Ratings Based Approach*) corresponde a exposiciones a las que se aplica el método basado en calificaciones internas para el cálculo de los requerimientos regulatorios de fondos propios por riesgo de crédito. El porcentaje se calcula sobre la base de las exposiciones originales, antes de aplicar ponderaciones por riesgo. Datos a junio de cada ejercicio.

considera justificado que las entidades cuyas exposiciones sectoriales sean inferiores a esa cifra puedan ser eximidas de la aplicación de las medidas recíprocas adoptadas.

En conjunto, la actividad crediticia del sector bancario español con contrapartes en Portugal (85,4 mm de euros) representaba en junio de 2024 un 2,4 % de su activo total consolidado (véase el gráfico 1), y los préstamos a hogares portugueses garantizados por bienes inmuebles residenciales (44,6 mm de euros) un 1,3 %. La mayoría de las exposiciones minoristas de la banca española en Portugal utilizan el método IRB, un 78 % en junio de 2024. Este porcentaje ha aumentado en 5 puntos porcentuales (pp) desde 2017. Estas cifras agregadas apuntan a la

relevancia de la medida macroprudencial adoptada en Portugal para las entidades españolas, lo que se confirma con el análisis individual.

En virtud del análisis realizado sobre las exposiciones de las entidades españolas que se encuentran en el ámbito del CRS sectorial de Portugal, el Banco de España aprobó<sup>11</sup> en mayo de este año una medida macroprudencial recíproca para las entidades que superan el umbral de materialidad establecido por la JERS. En concreto, el Banco de España decidió requerir<sup>12</sup> a tres entidades (véase el cuadro 1), con efecto desde el 1 de octubre de 2024, a nivel consolidado, un CRS sectorial del 4 % sobre las exposiciones minoristas a personas físicas garantizadas por bienes inmuebles residenciales situados en Portugal a

11 Véase “El Banco de España aprueba dar reciprocidad a una medida macroprudencial del Banco de Portugal”, nota de prensa del Banco de España el 17 de mayo de 2024.

12 Véase en el sitio web del Banco de España, “Reciprocidad de medidas de otros países”.

**RECIPROCIDAD DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL CASO DE LOS COLCHONES CONTRA RIESGOS SISTÉMICOS DE PORTUGAL E ITALIA (cont.)****Cuadro 1**

Entidades sujetas a la medida recíproca con Portugal del Banco de España

Código LEI (a)	Entidad
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA
VWMYAEQSTOPNV0SUGU82	Bankinter, SA

**FUENTE:** Banco de España.

a Legal Entity Identifier (identificador de entidad jurídica).

las que esas entidades apliquen el método IRB para el cálculo de sus requerimientos regulatorios de fondos propios por riesgo de crédito.

Adicionalmente, hay otra entidad<sup>13</sup> que mantiene exposiciones relevantes en Portugal. Sin embargo, esta queda fuera del ámbito de aplicación de la medida por tratarse de una entidad que utiliza el método estándar para el cálculo de sus requerimientos regulatorios de fondos propios por riesgo de crédito.

La magnitud relativamente reducida de las exposiciones hipotecarias de la banca española en Portugal respecto a su activo total (véase de nuevo el gráfico 1) sugiere que la adopción de una medida recíproca por parte del Banco de España no tendría un impacto significativo sobre la provisión de crédito en España. Sin embargo, sí sería esperable que hubiera efectos mayores sobre la provisión de crédito en Portugal, ya que las entidades españolas afectadas poseen una cuota de mercado relevante en este mercado.

**El colchón contra riesgos sistémicos de Italia**

La Banca d'Italia, como autoridad nacional designada de ese país, anunció<sup>14</sup> en abril de 2024 la adopción de una medida del CRS para entidades de crédito. Este colchón se fija en un porcentaje del 0,5 % desde el 31 de diciembre de 2024 hasta el 29 de junio de 2025 y del 1 % desde el 30 de junio de 2025, sobre todas las exposiciones de riesgo de crédito y de contraparte en Italia y se aplicará a

todas las entidades de crédito autorizadas en Italia, tanto en base individual como en base consolidada.

A solicitud de la Banca d'Italia, la JERS emitió la **Recomendación JERS/2024/2**, de 11 de junio de 2024, en la que invita a que las autoridades pertinentes de otros Estados miembros adopten medidas recíprocas del CRS fijado en Italia y las establezcan en base individual y en base consolidada de las entidades. Como orientación para las autoridades de otros países, la recomendación establece el umbral de materialidad, a nivel de entidad, en 25.000 millones de euros.

En este caso, el Banco de España, aprobó una medida recíproca de la italiana<sup>15</sup>, teniendo en consideración la materialidad de las exposiciones de las entidades españolas al mercado italiano y las razones que aconsejan contribuir a la efectividad de la medida en Italia. En consecuencia, ha decidido exigir a dos entidades, en base individual y en base consolidada (véase el cuadro 2), un CRS del 0,5 % desde el 31 de diciembre de 2024 hasta el 29 de junio de 2025 y del 1 % desde el 30 de junio de 2025, aplicable a todas las exposiciones de riesgo de crédito y de contraparte en Italia.

A diferencia de la evolución de la exposición del sector bancario español a Portugal, la exposición a Italia ha venido creciendo de forma sostenida (véase el gráfico 2). De hecho, el porcentaje del activo total en Italia ha crecido 1,5 pp entre junio de 2017 y junio de 2024 para situarse en el 3,6 %. La actividad crediticia del sector bancario español

13 ABANCA Corporación Bancaria, SA.

14 Véase "Activation of the systemic risk buffer", nota de prensa de la Banca d'Italia, de 26 de abril de 2024.

15 Véase "El Banco de España aprueba dar reciprocidad a una medida macroprudencial de la Banca d'Italia", nota de prensa del Banco de España del 16 de octubre de 2024.

**RECIPROCIDAD DE MEDIDAS MACROPRUDENCIALES EN LA UNIÓN EUROPEA: EL CASO DE LOS COLCHONES CONTRA RIESGOS SISTÉMICOS DE PORTUGAL E ITALIA (cont.)****Cuadro 2**

Entidades sujetas a la medida recíproca con Italia del Banco de España

Código LEI (a)	Entidad
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA

**FUENTE:** Banco de España.**a** Legal Entity Identifier (identificador de entidad jurídica).

en Italia, representada por los préstamos y anticipos, alcanzaba un peso sobre activo total del 1,6 % en junio de 2024, un incremento de 1 pp desde junio de 2017. La

proporción de las exposiciones al sector público se ha mantenido estable en este período en un 54 % de promedio.



## Anejo 1

### Balance consolidado. Entidades de depósito

Activo	jun-24	Var. jun-24/jun-23	Peso AT jun-23	Peso AT jun-24
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	381.399	-11,5	10,4	9,1
Entidades de crédito	302.932	9,7	6,7	7,2
Crédito a las Administraciones Públicas	111.238	0,5	2,7	2,7
Crédito al sector privado	2.371.864	1,9	56,1	56,6
Valores de renta fija	628.482	6,6	14,2	15,0
Otros instrumentos de capital	41.415	26,4	0,8	1,0
Participaciones	22.366	3,9	0,5	0,5
Derivados	128.739	-16,2	3,7	3,1
Activo material	56.596	-2,7	1,4	1,3
Resto del activo	149.040	1,6	3,5	3,6
<b>Total activo</b>	<b>4.194.072</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.437.686	1,9	57,7	58,1
Financiación a las Administraciones Públicas	626.888	6,6	14,2	14,9
Activos dudosos totales	83.134	-0,3	2,0	2,0
Ratio de morosidad total	2,3	-4 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	jun-24	Var. jun-24/jun-23	Peso AT jun-23	Peso AT jun-24
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	71.396	-49,4	3,4	1,7
Depósitos de entidades de crédito	291.945	-16,2	8,4	7,0
Depósitos de las Administraciones Públicas	192.690	36,0	3,4	4,6
Depósitos del sector privado	2.538.336	4,3	58,7	60,5
Valores negociables y financiación subordinada	499.835	6,2	11,3	11,9
Derivados	114.612	-20,7	3,5	2,7
Provisiones (incluye pensiones)	21.330	-4,1	0,5	0,5
Resto del pasivo	188.668	2,8	4,4	4,5
<b>Total pasivo</b>	<b>3.918.813</b>	<b>0,9</b>	<b>93,7</b>	<b>93,4</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	1.781	-98,0	2,1	0,0
Fondos propios	318.068	4,7	7,3	7,6
Intereses minoritarios	11.713	-4,1	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-54.522	1,1	-1,3	-1,3
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>275.259</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>4.194.072</b>	<b>1,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 2024.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

**Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito**

	jun-24		jun-23	jun-24
	m€	% var. jun-24/jun-23	% ATM	% ATM
Productos financieros	117.864	25,0	4,60	5,64
Costes financieros	65.086	35,0	2,35	3,12
Margen de intereses	52.778	14,5	2,25	2,53
Rendimiento de los instrumentos de capital	940	7,7	0,04	0,04
Margen de intermediación	53.717	14,4	2,29	2,57
Resultados de entidades por el método de la participación	2.127	15,6	0,09	0,10
Comisiones netas	16.526	9,8	0,73	0,79
Resultado de operaciones financieras	3.350	32,5	0,12	0,16
Otros resultados de explotación (neto)	-3.537	45,9	-0,12	-0,17
Margen bruto	72.183	12,9	3,12	3,46
Gastos de explotación	30.176	7,2	1,37	1,44
Margen de explotación	42.007	17,3	1,75	2,01
Pérdidas por deterioros financieros	10.976	12,6	0,48	0,53
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.529	33,6	0,09	0,12
Otros resultados (neto)	-1.487	-34,1	-0,11	-0,07
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	27.014	23,3	1,07	1,29
Resultado neto	19.016	21,8	0,76	0,91
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	18.219	23,3	0,72	0,87

FUENTE: Banco de España.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Fecha de cierre de datos: 28 de octubre de 2024.

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

© Banco de España, Madrid, 2024  
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 26000-2003

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	IPC	Índice de precios de consumo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IRB	<i>Internal Ratings Based models</i> (modelos internos de calificación para la valoración del riesgo de crédito)
APR	Activos ponderados por riesgo	IRS	Indicador de riesgo sistémico
AT1	<i>Additional Tier 1 Capital</i> (Capital adicional de nivel 1)	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
ATM	Activos totales medios	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	JUR	Junta Única de Resolución
BCE	Banco Central Europeo	LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (Ratio de cobertura de liquidez)
BPI	Banco de Pagos Internacionales	LGD	<i>Loss given default</i> (Pérdida en caso de impago)
CBP	Códigos de Buenas Prácticas	LSI	<i>Less significant institutions</i> (Entidades menos significativas)
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
CBT	Central de balances trimestral	LTV	Relación préstamo-valor
CCA	Colchón de capital anticíclico	m	miles
CCC	Colchón de conservación de capital	MiCA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	mm	miles de millones
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	MMSR	<i>Money market statistical reporting</i> (Reglamento de Mercado de criptoactivos)
CMU	<i>Capital Markets Union</i> (Unión de Mercados de Capitales)	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MREL	<i>Minimum required eligible liabilities</i>
CoCo	<i>Contingent Convertible bond</i> (bono convertible contingente)	MUR	Mecanismo Único de Resolución
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CPMI	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados	NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>	NSFR	<i>Net Stable Funding Ratio</i> (Ratio de financiación estable neta)
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>	NGEU	Next generation European Union
DI	Datos individuales	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
DLT	Distributed Ledger Technology	OIS	<i>Overnight interest swap</i>
DORA	<i>Digital Operational Resilience Act</i> (Ley de Resiliencia Operativa Digital)	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
EBA	<i>European Banking Authority</i>	p	Percentil
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial	PD	<i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Beneficios Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización)	pb	Puntos básicos
ECB	<i>European Central Bank</i>	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
ECC	Entidades de contrapartida central	PIB	Producto interior bruto
ED	Entidad de depósito	PII	Posición de inversión internacional
EDIS	<i>European Deposit Insurance Scheme</i> (Sistema europeo de garantía de depósitos)	PMI	<i>Purchasing managers' index</i>
EEE	Espacio económico europeo	pp	Puntos porcentuales
EFC	Establecimiento financiero de crédito	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	RBD	Renta bruta disponible
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	RD	Real Decreto
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	RDL	Real Decreto-ley
ESRB	European Systemic Risk Board	Repo	Acuerdo de recompra
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
FDIC	<i>Federal Deposit Insurance Corporation, US</i> (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (fondos cotizados en bolsa)	S	Semestre
FINMA	Autoridad suiza supervisora del mercado financiero	S1/S2/S3	<i>Stage 1 / Stage 2 / Stage 3</i>
FL	<i>Fully loaded</i>	S&P	Standard & Poor's
FLESB	<i>Forward-looking exercise on Spanish banks</i>	SA	Sociedad anónima
FMM	Fondos del mercado monetario	SARS-CoV-2	<i>Severe Acute Respiratory Syndrome</i> CoronaVirus 2
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	SI	<i>Significant institutions</i> (Entidades significativas)
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SNF	Sociedad no financiera
G-SIB	Banco de importancia sistémica mundial ( <i>global systemically important bank</i> )	SREP	<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i> (proceso de revisión y evaluación supervisora)
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
ICO	Instituto de Crédito Oficial	TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
IEF	Informe de estabilidad financiera	T/TR	Trimestre
IFNB	Intermediación financiera no bancaria	UB	Unión Bancaria
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UE	Unión Europea
INE	Instituto Nacional de Estadística	UEM	Unión Económica y Monetaria
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	VAB	Valor añadido bruto
		VAR	Vector autorregresivo

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AO	Angola	DE	Alemania	IE	Irlanda	MX	México	SI	Eslovenia
AT	Austria	DK	Dinamarca	IT	Italia	NG	Nigeria	SK	Eslovaquia
AU	Australia	DZ	Argelia	IQ	Irak	NL	Países Bajos	TR	Turquía
BE	Bélgica	EE	Estonia	JP	Japón	NO	Noruega	US	Estados Unidos
BG	Bulgaria	ES	España	KR	Corea del Sur	PL	Polonia	VN	Vietnam
BR	Brasil	FI	Finlandia	KZ	Kazajistán	PT	Portugal		
CA	Canadá	FR	Francia	LT	Lituania	QA	Catar		
CH	Suiza	GB	Reino Unido	LU	Luxemburgo	RO	Rumanía		
CL	Chile	GQ	Guinea Ecuatorial	LV	Letonia	RU	Rusia		
CN	China	GR	Grecia	LY	Libia	SA	Arabia Saudita		
CY	Chipre	HR	Croacia	MA	Marruecos	SE	Suecia		
CZ	República Checa	HU	Hungría	MT	Malta	SG	Singapur		