

# 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).

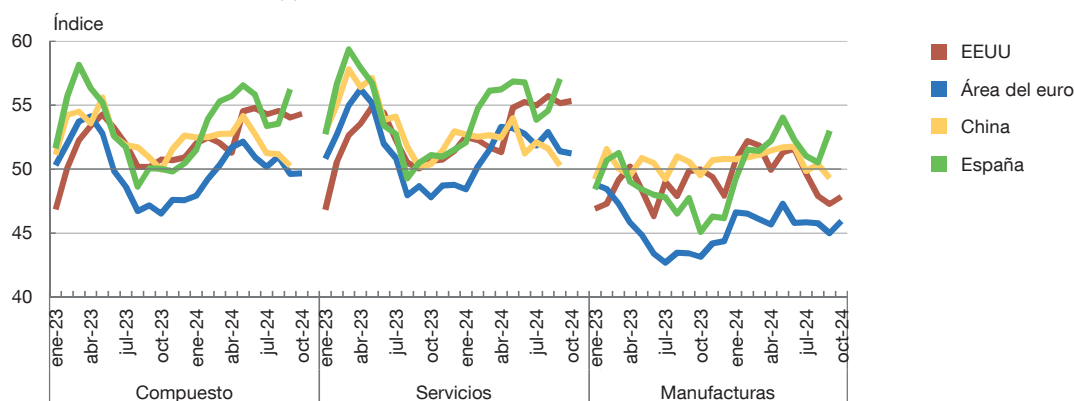
**En el área del euro, el ritmo de avance de la actividad económica ha sido modesto, por lo que la reactivación proyectada del PIB en 2025 sería algo menos intensa de lo esperado hace unos meses.** Aunque las exportaciones netas han venido siendo el principal motor del crecimiento, se prevé que el avance 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.

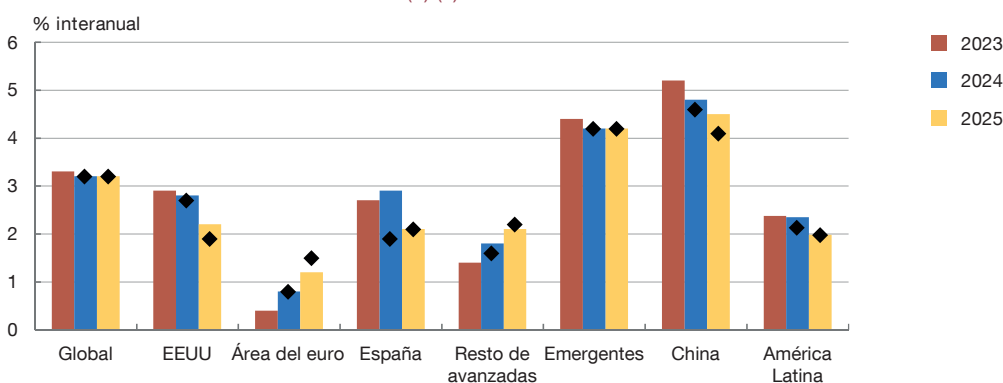
**El crecimiento de la actividad en España se mantendría elevado, aunque algo más moderado, para el resto del año.** De cara a los próximos trimestres, el avance de la actividad —más gradual— se sustentará principalmente en la demanda interna, apoyada en los mismos factores destacados en el caso del 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

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

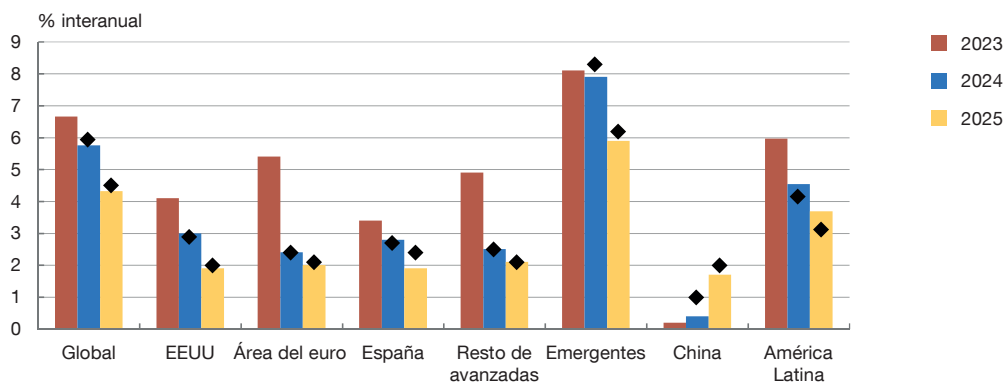
## 1.1.a Evolución de los PMI (a)



## 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

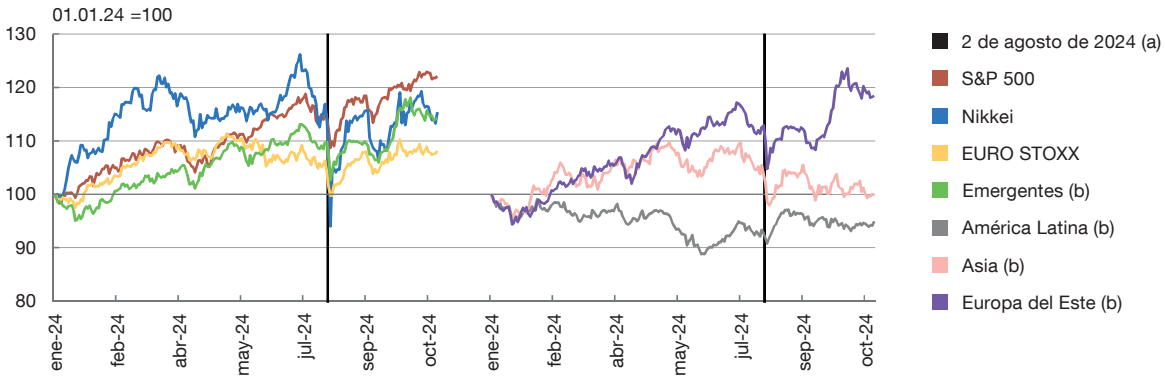
---

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

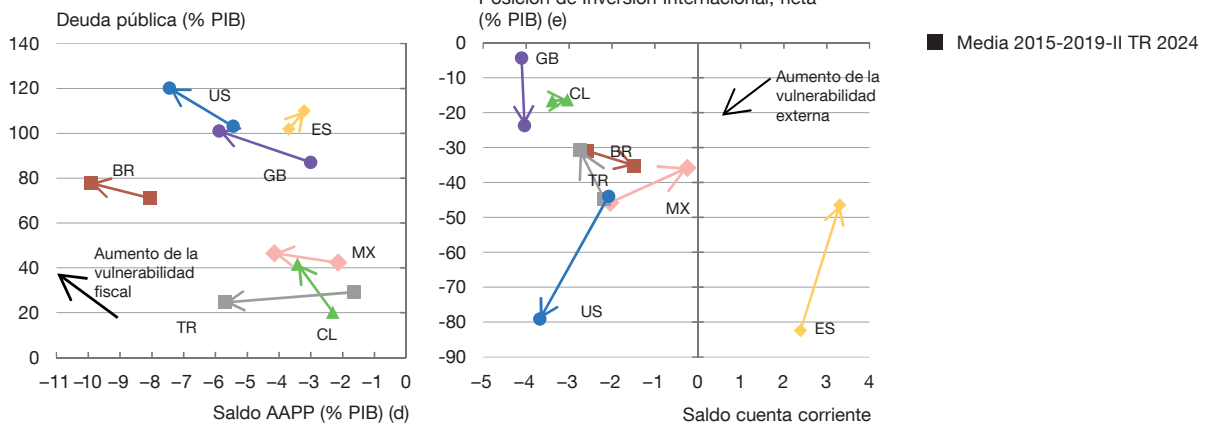
Gráfico 1.2

**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

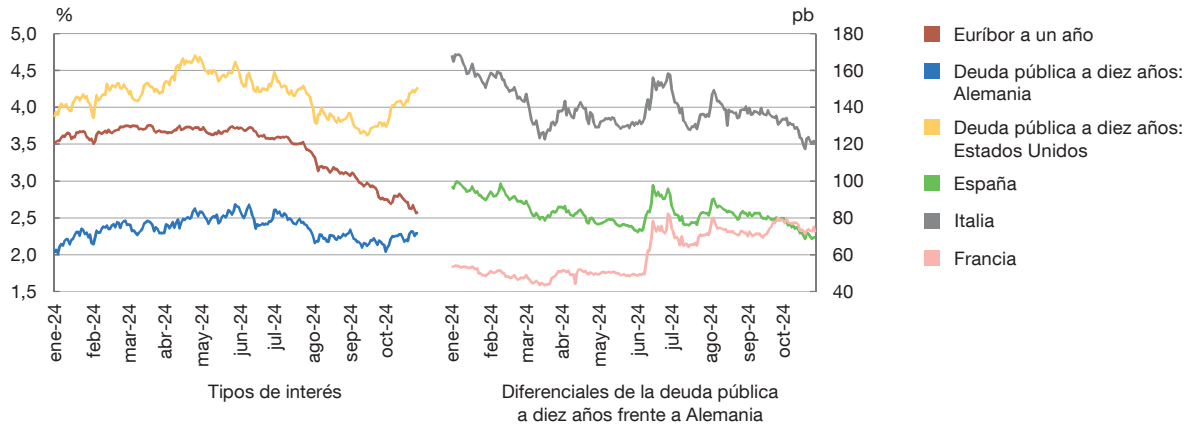
<sup>4</sup> Cierre de datos a 28 de octubre de 2024. La fecha de cierre del anterior IEF fue el 5 de abril de 2024.

<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.

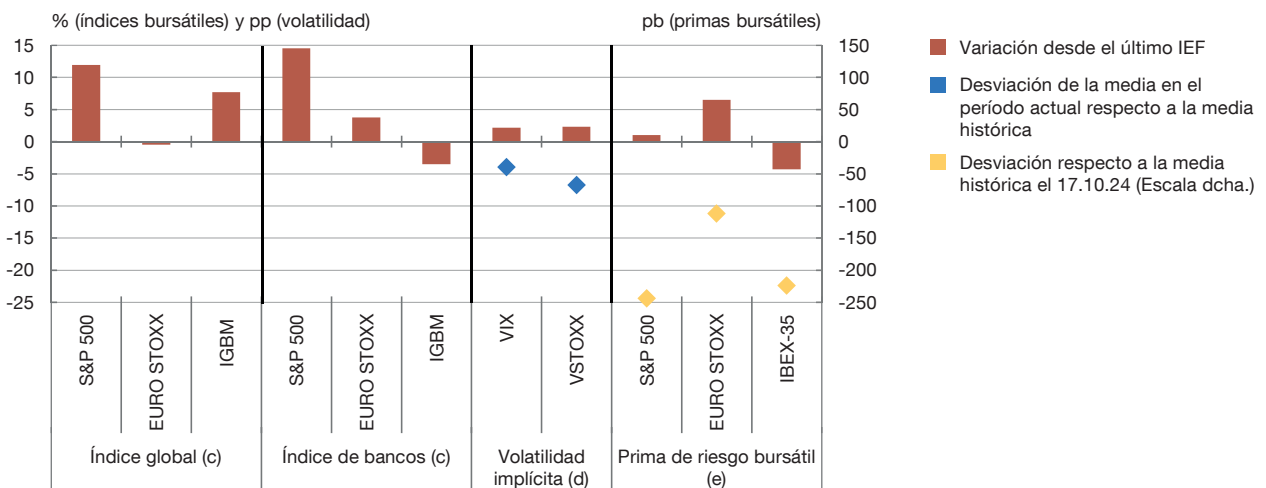
Gráfico 1.3

**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

---

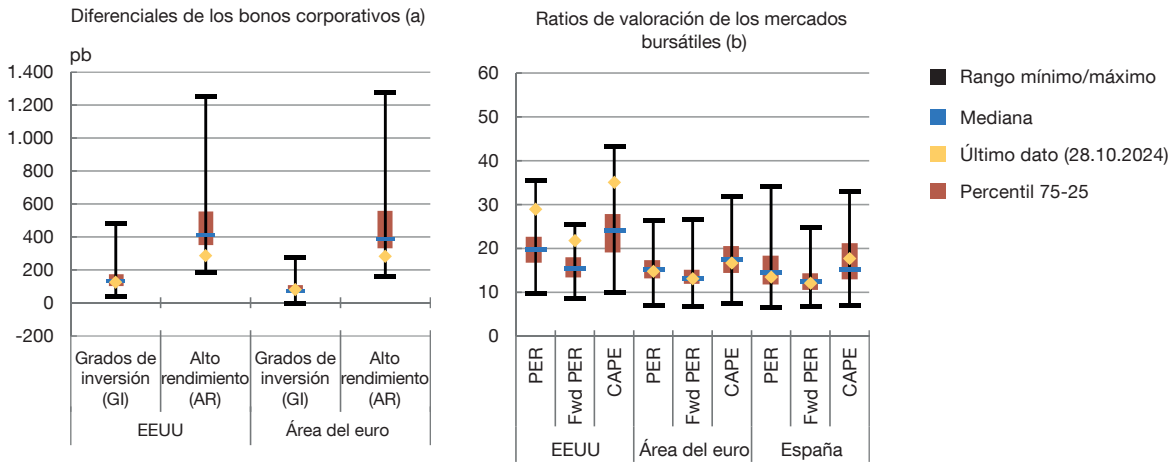
6 El *carry-trade* es una estrategia de endeudamiento en una moneda con tipos de interés bajos para invertir en activos denominados en otras monedas con un mayor rendimiento. En este caso, los inversores que se habían financiado en yenes habrían deshecho parte de estas posiciones de *carry-trade* a principios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

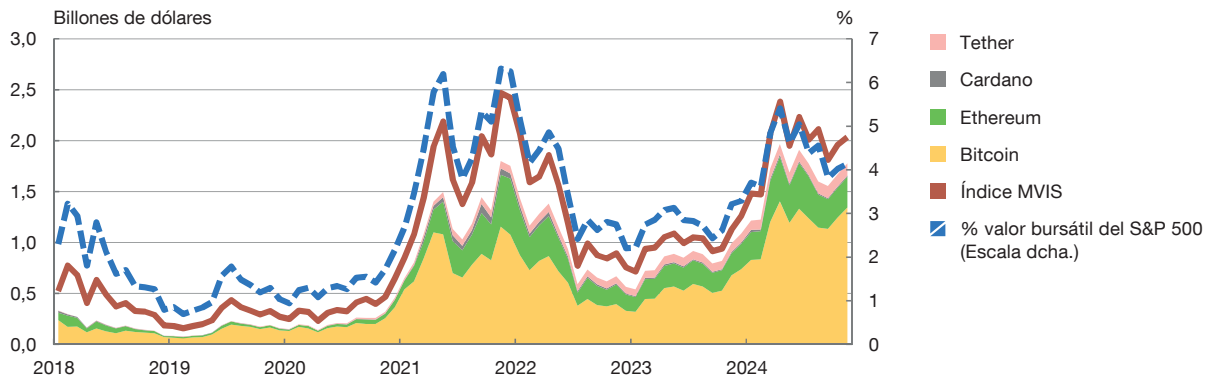
Gráfico 1.4

**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 EE.UU. 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

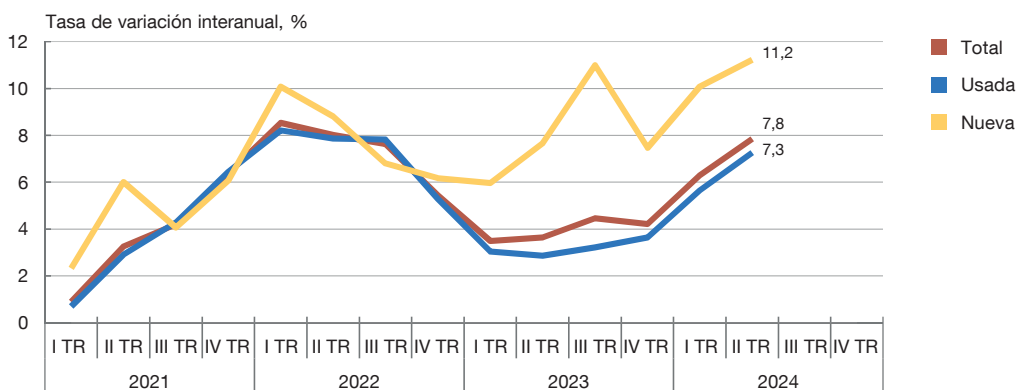
---

<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.

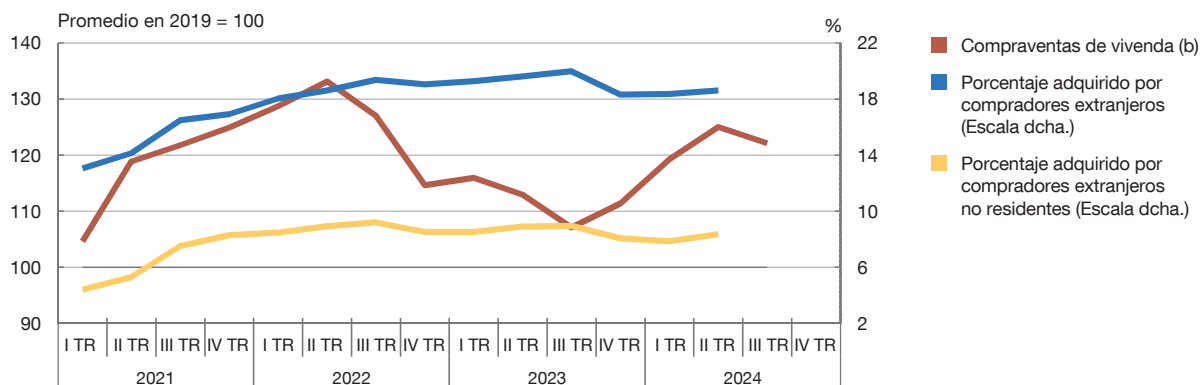
Gráfico 1.5

**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).

---

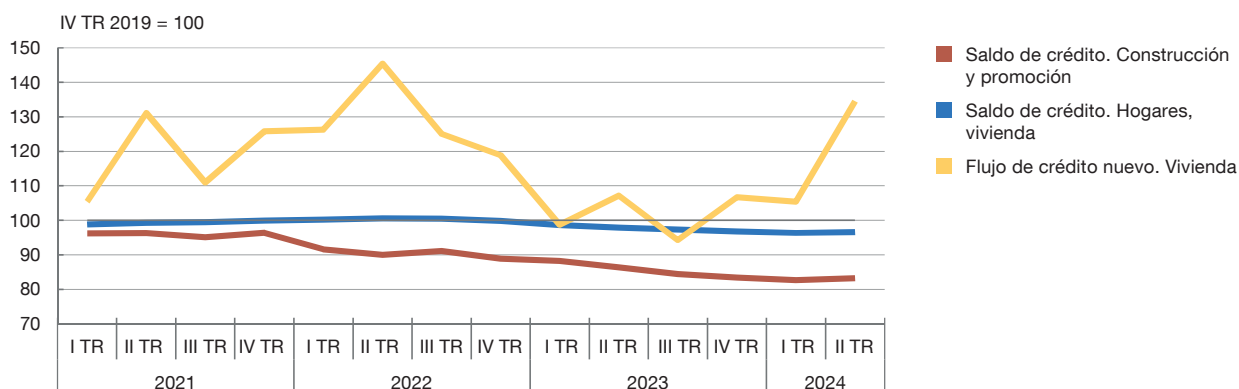
10 La evolución de los costes de construcción de viviendas puede trasladarse a la dinámica de los precios de la vivienda nueva con, aproximadamente, dos años de desfase, que es el tiempo que, en promedio, tarda en construirse. Los costes de la edificación residencial se aceleraron fuertemente entre principios 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.

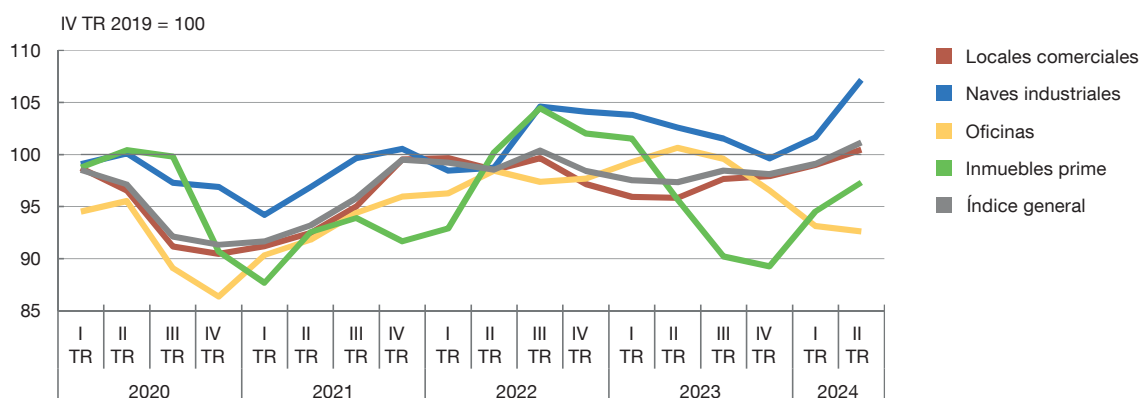
Gráfico 1.6

**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

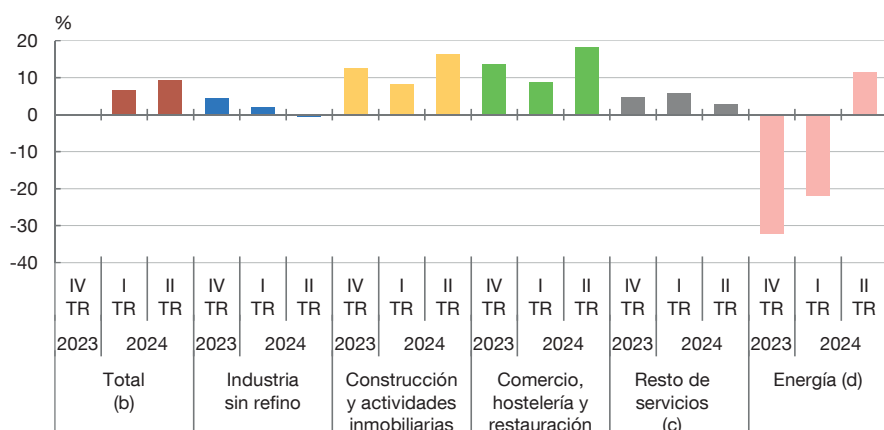
---

<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.

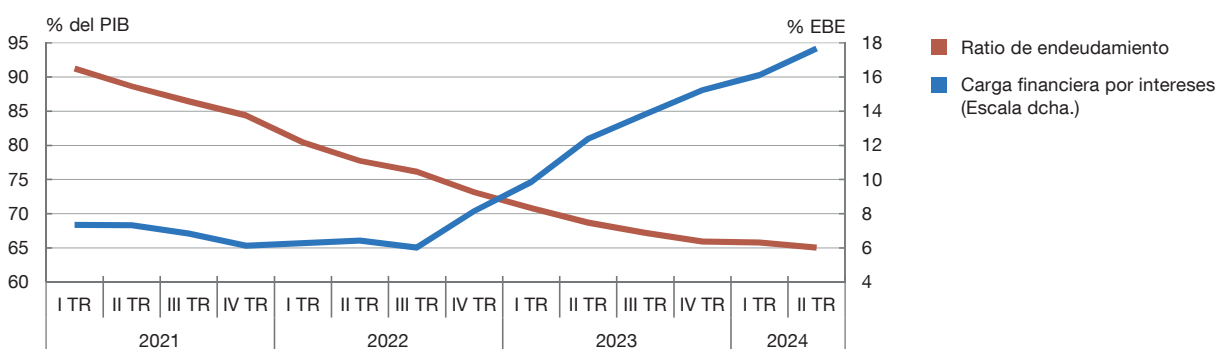
Gráfico 1.7

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

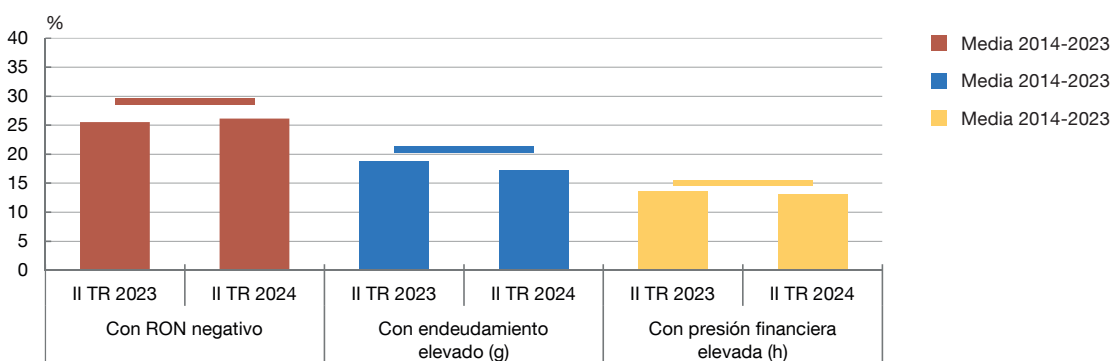
1.7.a REB de las sociedades no financieras. Tasas de variación interanual. AEAT y CBT (a)



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.

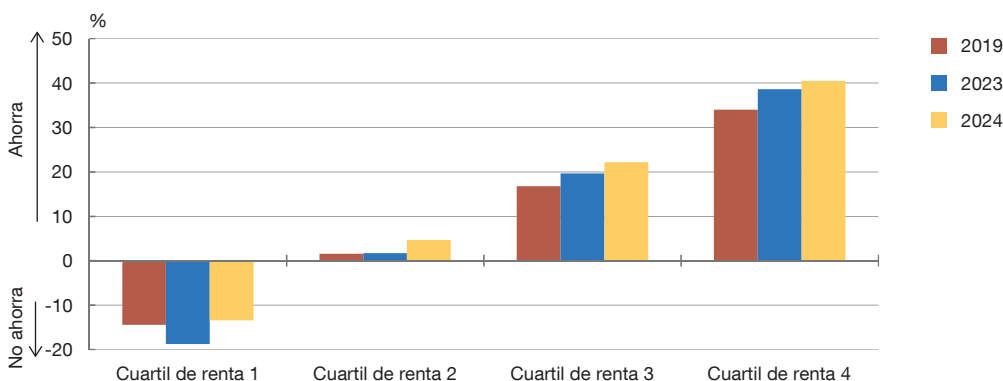
20 El saldo de deuda viva de los hogares se ajusta por estacionalidad.

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.

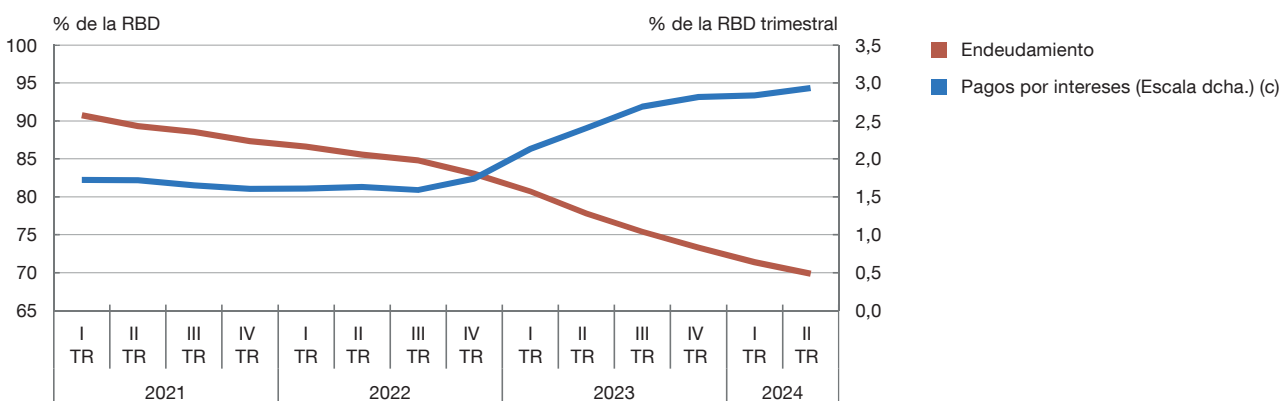
Gráfico 1.8

**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.

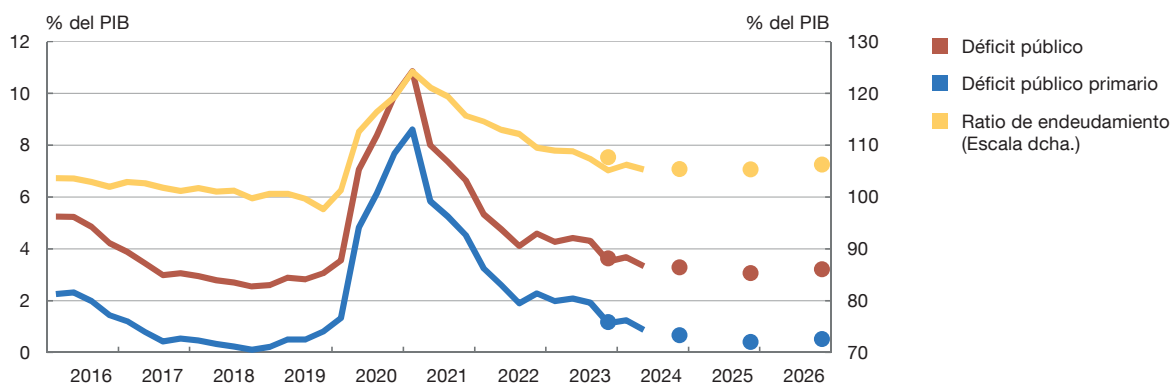
**Desde el anterior IEF, el coste medio de la nueva financiación captada por el Tesoro español se ha reducido.** El inicio de las rebajas de tipos de interés oficiales en las principales economías —en particular, en el área del euro— y el mantenimiento de la prima de riesgo de las AAPP españolas en un 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.

---

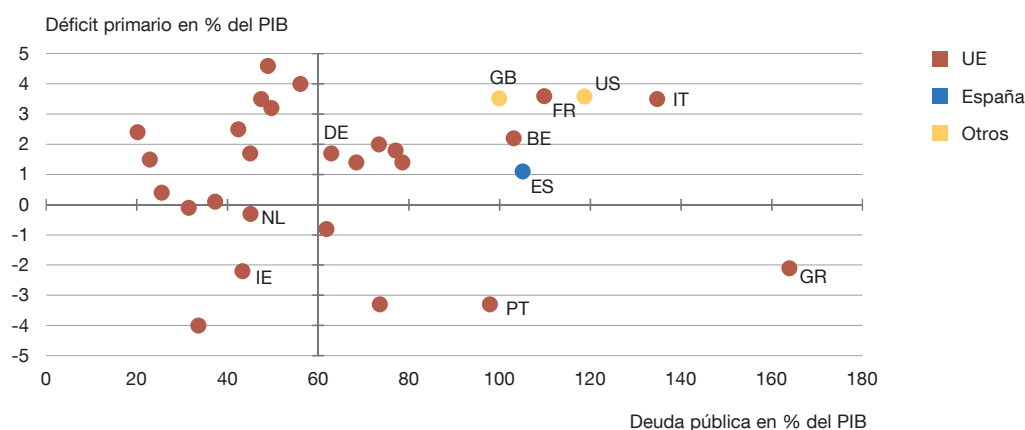
<sup>23</sup> La recomendación se define sobre el gasto público excluyendo los pagos por intereses, el componente cíclico del desempleo, los gastos atípicos y los financiados o cofinanciados con fondos europeos. Del incremento resultante, se resta la variación de los ingresos debida a medidas discrecionales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

## Las finanzas públicas en España continúan siendo un elemento de vulnerabilidad

## 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.