

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 riesgos¹ 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

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

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

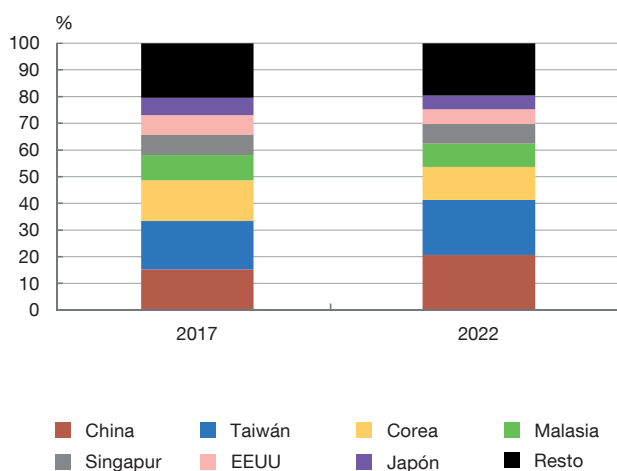
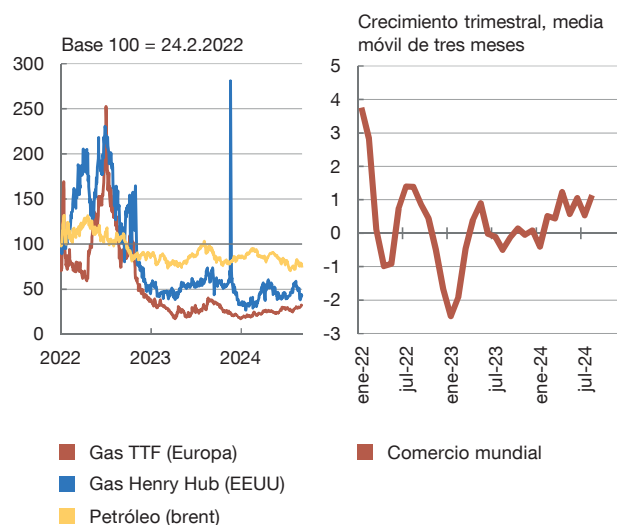


Gráfico 2
Evolución de los precios del gas natural y del petróleo (b), así como del comercio mundial



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)

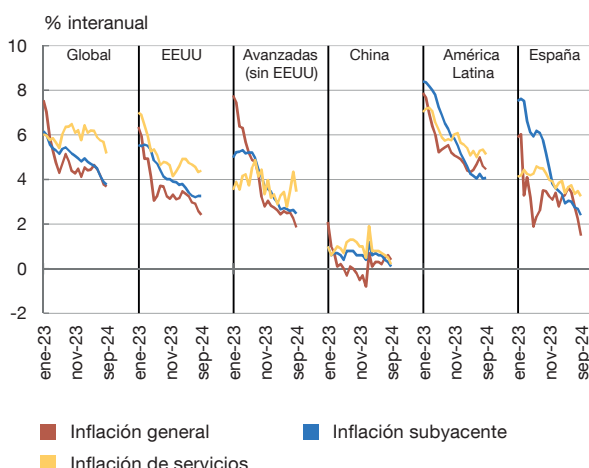
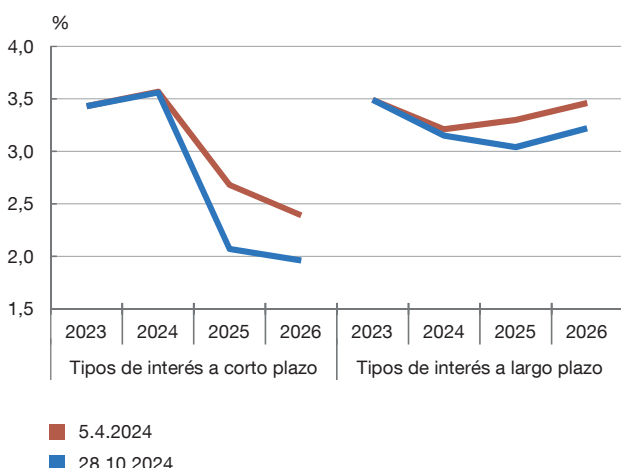


Gráfico 4
Expectativas de los tipos de interés en el área del euro a corto y largo plazo (b) (c)



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 septiembre², 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.

² 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)

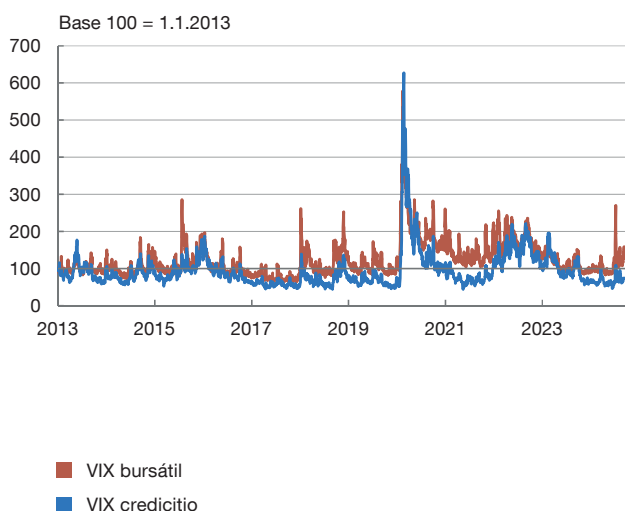
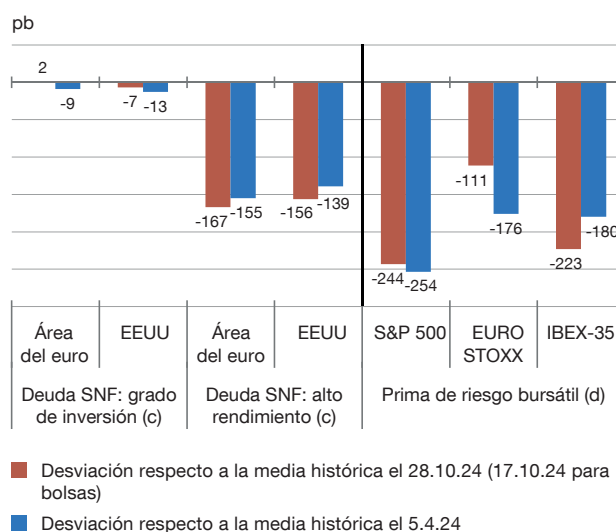


Gráfico 6
Primas de riesgo (b)



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)

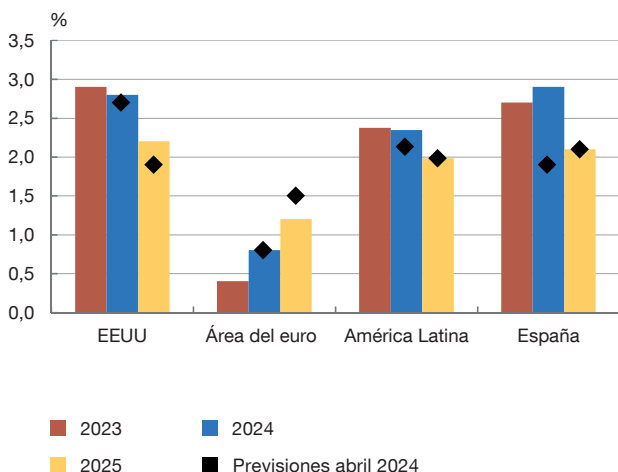
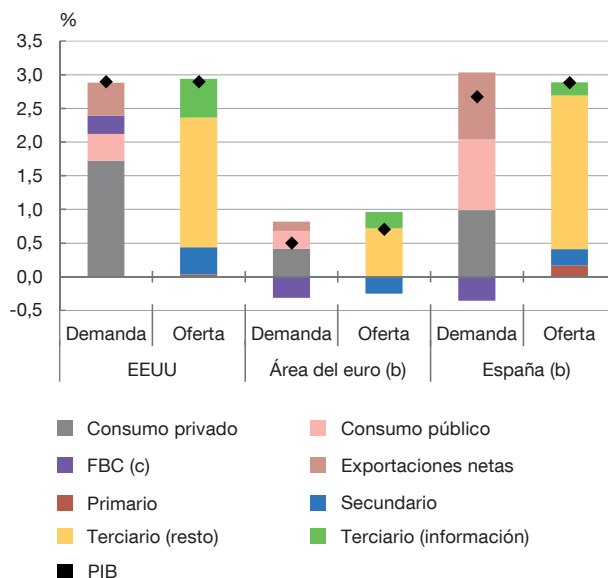


Gráfico 8
Contribuciones al crecimiento del PIB (2023)



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 vulnerabilidades³ 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

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

Gráfico 9
Endeudamiento del sector público en el área del euro

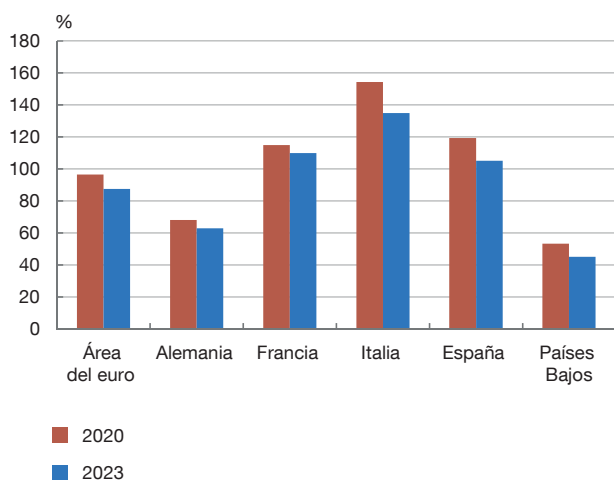
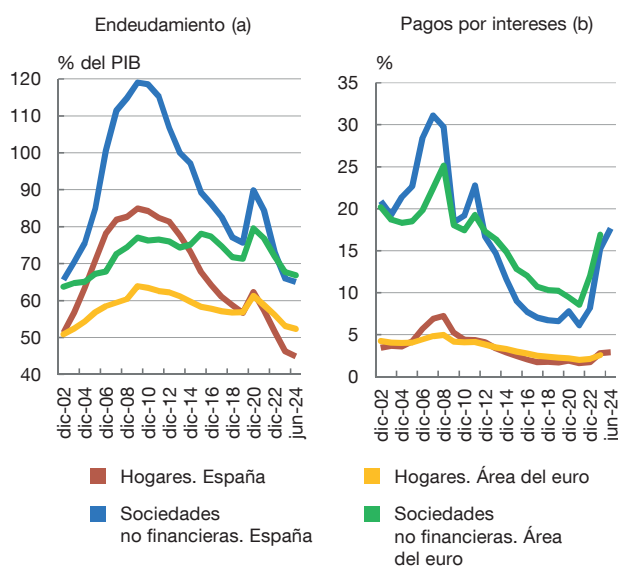


Gráfico 10
Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas



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 ajuste⁴.

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)⁵ 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 PIB⁶.

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 hogar⁷ 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 pandemia⁸. 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 %.

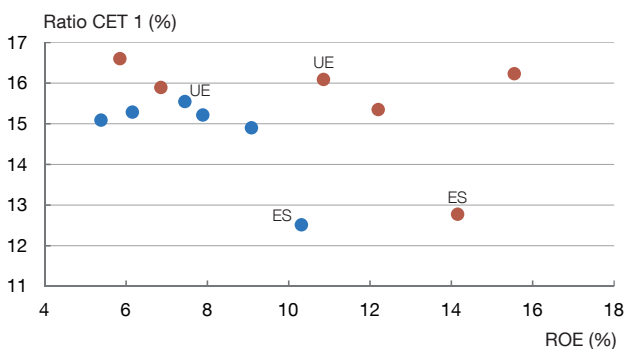
De cara al futuro, en el entorno de los escenarios de previsión, el impacto de la bajada de tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria sería acotado y gradual, al compensarse, al menos en parte, los potenciales efectos negativos sobre márgenes unitarios con una evolución más favorable del volumen 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 España⁹ 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

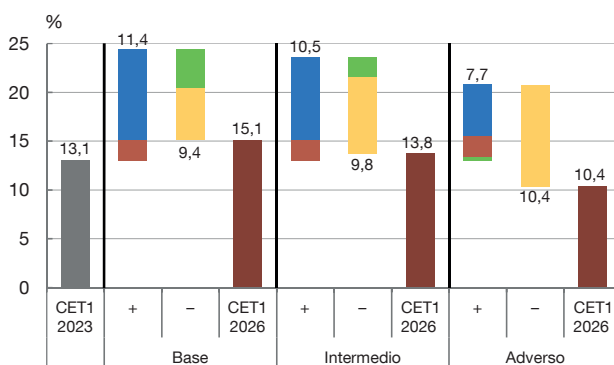
⁹ Estas pruebas se realizan de acuerdo con el marco metodológico FLESB (Forward Looking Exercise on Spanish Banks), de orientación *top-down*, desarrollado e implementado de forma centralizada por el Banco de España. Véase el recuadro 2.1 para detalles adicionales del marco y de los resultados más recientes.

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)

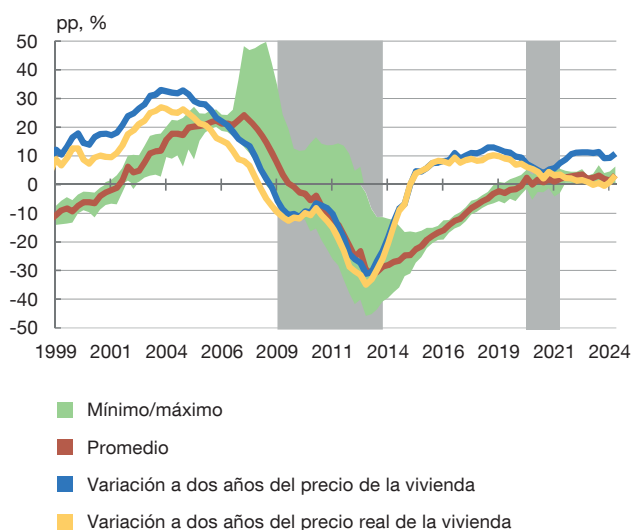
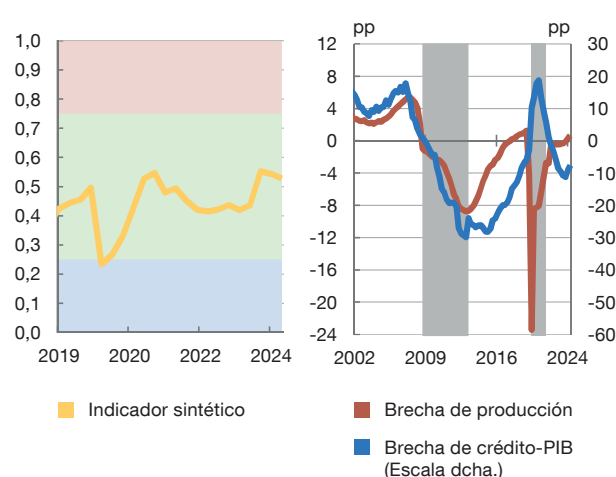


Gráfico 14
Indicadores sintéticos y brechas de crédito-PIB y de producción (a) (c)



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 trimestre¹⁰. 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.

¹⁰ 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.