

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

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

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

Esquema 1

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



FUENTE: Banco de España.

- a En este Informe se definen las vulnerabilidades como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera. Estos, a su vez, se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.
- b Los riesgos y vulnerabilidades que aparecen en este cuadro se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja el nivel medio y el rojo el nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.
- c El riesgo de una evolución desfavorable de la pandemia señalado en el IEF de Primavera de 2022 ha disminuido en su importancia para evaluar la estabilidad financiera y se integra en un conjunto de factores que pueden afectar adversamente las dinámicas de inflación y actividad.

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

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

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

R1. Incremento de los riesgos geopolíticos.

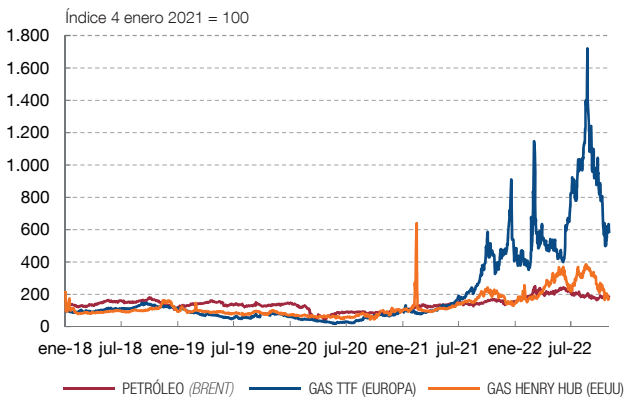
La incertidumbre sobre la duración y la posible escalada del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sigue siendo el principal elemento de riesgo.

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

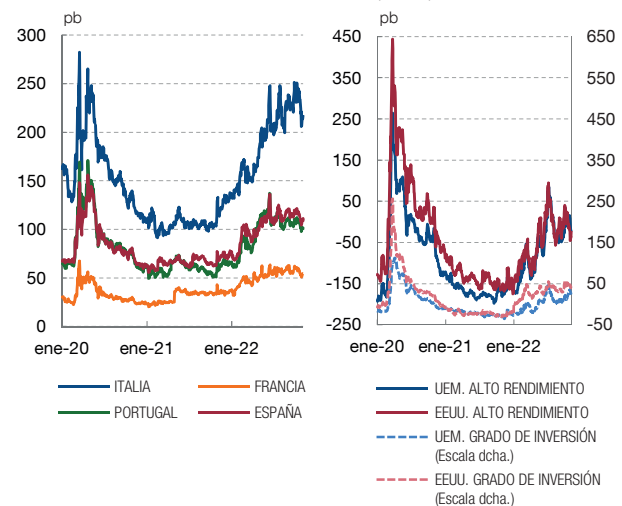
1 Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como las variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas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

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

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



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



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Los precios al contado de los tres mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b Desviaciones calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022. Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial.

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

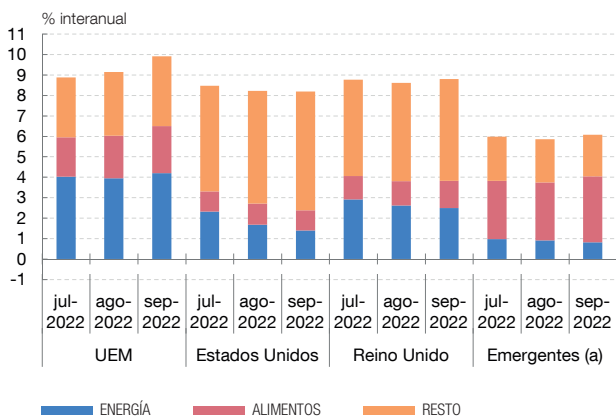
Además, en los seis últimos meses, se han incrementado las tensiones entre Estados Unidos y China en relación con el estatus político de Taiwán y también por algunas disputas comerciales. Todo ello eleva los riesgos de consolidación de una dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias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

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

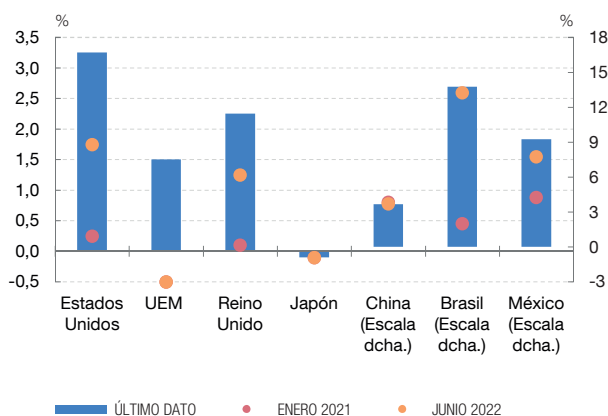
R2. Riesgo de inflación más elevada y persistente.

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

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INFLACIÓN



4 EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Estadísticas nacionales y bancos centrales nacionales

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

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

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

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

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

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

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

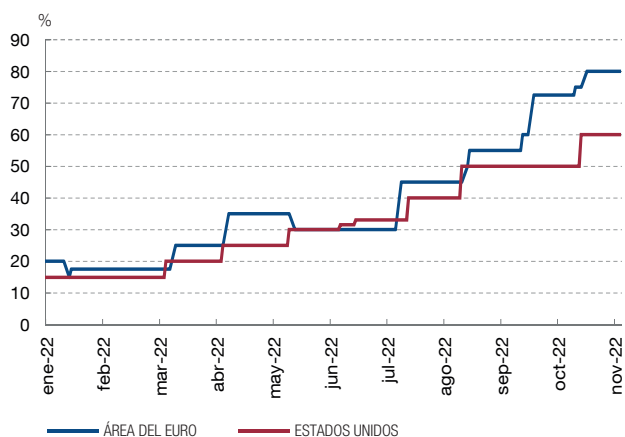
R3. Riesgo de contracción de la actividad real.

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

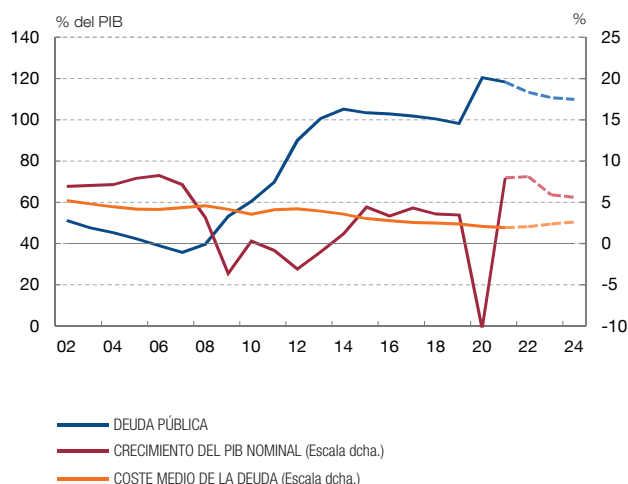
La incertidumbre sobre la evolución de los factores de oferta incrementa también los riesgos a la baja sobre el crecimiento. Las posibles interrupciones sobre el transporte y la oferta de ciertos materiales y bienes energéticos, así como el mantenimiento de restricciones sanitarias en Asia-Pacífico,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

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

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



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



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

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

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

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

V1. Nivel elevado de endeudamiento público.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

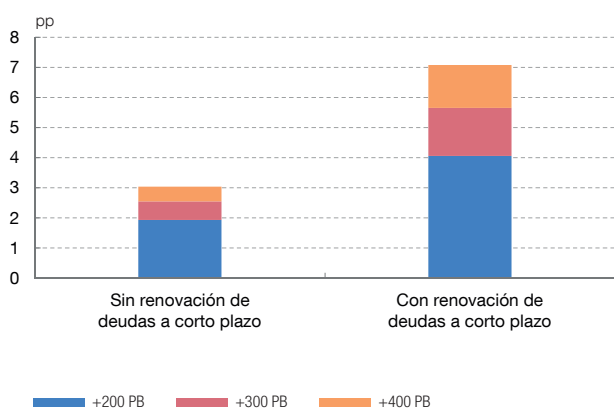
V2. Debilidad financiera de hogares y empresas.

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

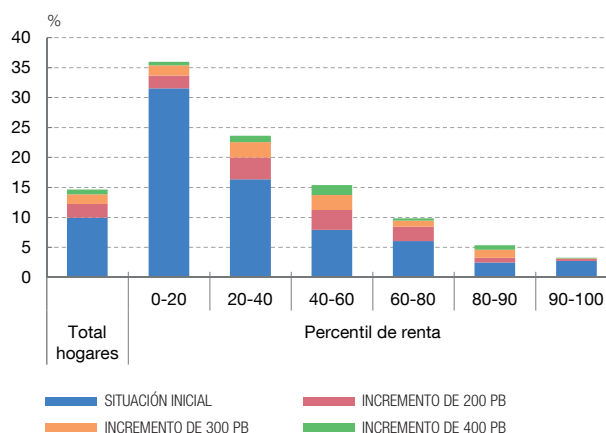
Sin embargo, la agudización de las presiones inflacionarias y el endurecimiento de las condiciones de financiación han generalizado las vulnerabilidades financieras más allá de los sectores empresariales más afectados por la pandemia o con mayor dependencia de los insumos energéticos. El incremento de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

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

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



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



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

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

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

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

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

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

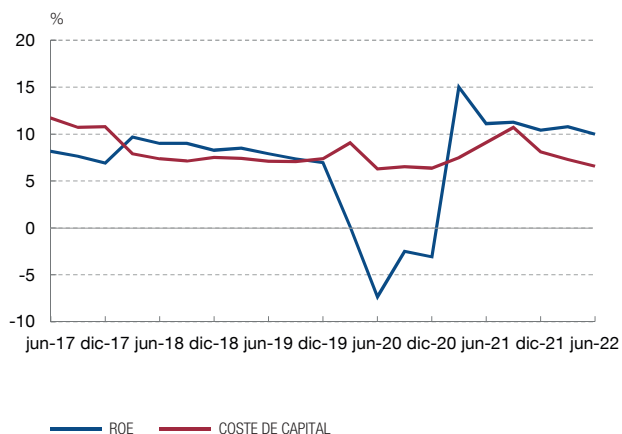
A pesar de que la presión financiera sobre hogares y empresas se incrementa de forma más generalizada, sigue siendo necesario monitorizar la heterogeneidad en su evolución, detectando los segmentos más vulnerables y midiendo su alcance sobre la estabilidad financiera.

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

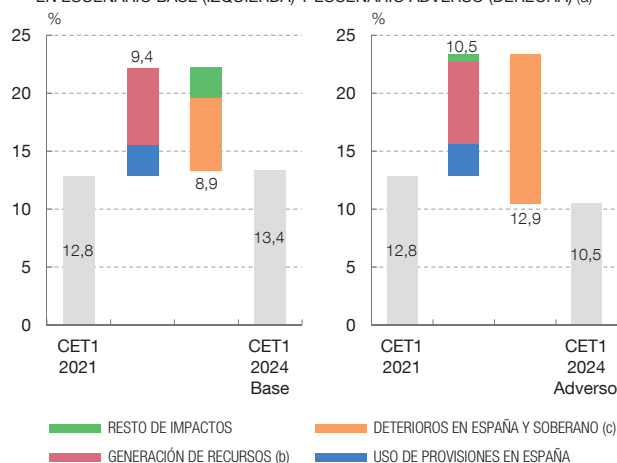
Con los datos disponibles del segundo trimestre de 2022, se observa que el sector bancario español ha mantenido los niveles de rentabilidad alcanzados en 2021, que ya marcaron la superación de los efectos negativos de la crisis sanitaria. Así, el ROE observado hasta junio de 2022 (10 %) se situaba con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

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

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



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



FUENTE: Banco de España.

- a El efecto neto de los flujos positivos (negativos) se indica en la etiqueta de datos sobre (debajo) la barra correspondiente. Las ratios de CET1 iniciales y finales se presentan bajo criterio *fully-loaded*. El resto de impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2021 y 2024 y el efecto de los avales del ICO. Resultados agregados, incluyendo entidades bajo supervisión directa tanto del MUS como del Banco de España.
- b Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero. Se trata así de comparar los posibles recursos generados en el conjunto del grupo bancario frente a las pérdidas por deterioro en España y en la cartera de soberano, que son el foco de estos ejercicios.
- c Esta variable muestra la proyección durante los tres años del ejercicio de la pérdida bruta por deterioro de la cartera crédito para las exposiciones en España y otro tipo de pérdidas (asociadas a la cartera de renta fija, a la gestión de los activos adjudicados y a la cartera de soberano).

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

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

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

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

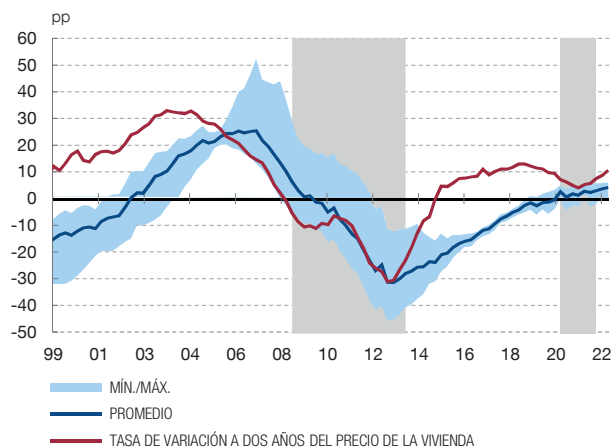
Las pruebas de resistencia realizadas por el Banco de España ante un potencial escenario de tensión derivado de la materialización de los riesgos actuales sobre la evolución del crecimiento, la inflación y las condiciones financieras indican que la solvencia agregada del sector se mantiene en niveles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

V4. Signos incipientes de desequilibrios inmobiliarios.

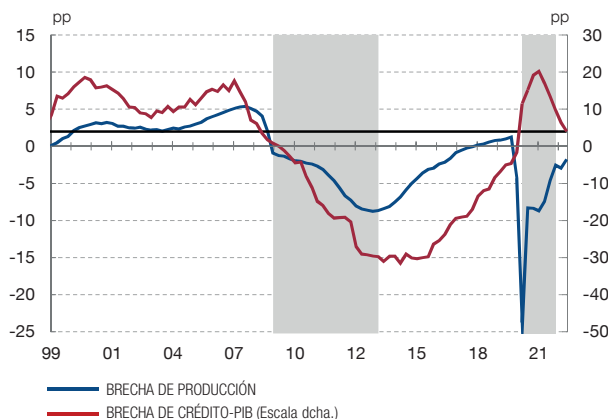
El Banco de España continúa realizando un seguimiento estrecho de la situación del mercado inmobiliario. Los precios de la vivienda mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado durante el segundo trimestre de 2022, con una variación interanual del 8 %, ligeramente inferior al 8,5 % del trimestre anterior.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

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

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis provocada por el surgimiento del COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a junio de 2022.
- b El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas; y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los indicadores de i) a iv). En todos los casos, las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Tanto los indicadores i) a iv) como la tasa de variación a dos años del precio de la vivienda comparten un valor de equilibrio de 0.
- c La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán (2019), *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*, Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España. Datos disponibles hasta junio de 2022. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal negra representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2pp para la brecha crédito-PIB.

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

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

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

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

Orientación de la política macroprudencial

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

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

Aviso de la Junta Europea de Riesgo Sistémico

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

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

