

# PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA



El nivel de incertidumbre en torno a la situación macrofinanciera de la economía global y española se mantiene elevado. Así, en comparación con el pasado *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), destaca que los riesgos para la estabilidad financiera derivados de las tensiones geopolíticas, que ya eran elevados, han aumentado con la aparición de un nuevo foco de tensión en Oriente Próximo.

Asimismo, la debilidad de algunas economías —en particular, las del área del euro y China— y la expectativa de que la política monetaria mantenga un tono restrictivo por más tiempo han conducido a un deterioro de las perspectivas de crecimiento y a enfatizar los riesgos a la baja sobre el escenario económico. Por su parte, el endurecimiento de la política monetaria ha contribuido a moderar las presiones inflacionarias en el área del euro y en otras geografías, y a estabilizar los riesgos derivados de la elevada inflación.

Finalmente, a pesar de la normalización de los mercados financieros observada desde las turbulencias de marzo de este año, se mantiene el riesgo de que los agentes se muestren más pesimistas sobre el entorno macrofinanciero y aumenten su aversión al riesgo, lo que tendría consecuencias negativas para las condiciones de financiación (véase esquema 1).

En cuanto a las vulnerabilidades identificadas, se mantienen las relativas al elevado endeudamiento público y a la situación financiera de empresas y hogares, mientras que se ha observado una reducción en las asociadas a la capacidad de intermediación financiera y al sector inmobiliario.

En este contexto, el sector bancario español se ha mostrado resiliente. De hecho, su rentabilidad y su solvencia han presentado una evolución favorable, las tasas de morosidad han continuado descendiendo y se han normalizado las condiciones en los mercados de financiación bancaria mayorista. Sin embargo, en un entorno en el que se espera que los tipos de interés se mantengan más elevados durante un tiempo más prolongado, los costes de pasivo, hasta ahora contenidos, están evolucionando progresivamente al alza, y es esperable un cierto deterioro de la calidad crediticia. Bajo el escenario central de proyecciones macroeconómicas, esto no sería un obstáculo para la generación orgánica de capital y el mantenimiento de una posición sólida de liquidez, pero la materialización de los riesgos identificados podría dar lugar a la necesidad de absorber pérdidas. Por ello, sigue siendo necesario que las entidades utilicen la situación favorable actual de rentabilidad para reforzar su capacidad de resistencia frente a escenarios adversos.

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



FUENTE: Banco de España.

- a En este Informe, se define a **las vulnerabilidades** como a 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 repunte de la aversión al riesgo y la posible amplificación de sus efectos por algunas vulnerabilidades financieras se identificaba y discutía ya en IEF anteriores, concretamente como un factor dentro de los riesgos geopolíticos, y de los vinculados a la actividad y la inflación. La evolución de la coyuntura macrofinanciera, y, en particular, la prolongación en el tiempo de un entorno de tipos de interés más altos y de signos de debilitamiento de la demanda y la persistencia de la incertidumbre, aconsejan un seguimiento diferenciado de este riesgo en los próximos trimestres.

A continuación se discuten en más detalle los principales riesgos<sup>1</sup> para la estabilidad del sistema financiero español:

## R1 Riesgos geopolíticos

Las tensiones geopolíticas continúan planteando riesgos elevados para la estabilidad financiera. En particular, siguen teniendo el potencial de afectar de forma adversa a las cadenas globales de valor, fundamentalmente a través del comercio de energía y otras materias primas, y de contribuir a descensos abruptos de los precios de activos financieros con riesgo.

La guerra de Ucrania, iniciada en 2022, y la reciente escalada de tensión en Oriente Próximo (véase recuadro 1) constituyen las principales fuentes de incertidumbre, pero los riesgos geopolíticos tienen un alcance global. Así, se han observado

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

Gráfico 1  
Evolución del precio del gas y del petróleo (a)

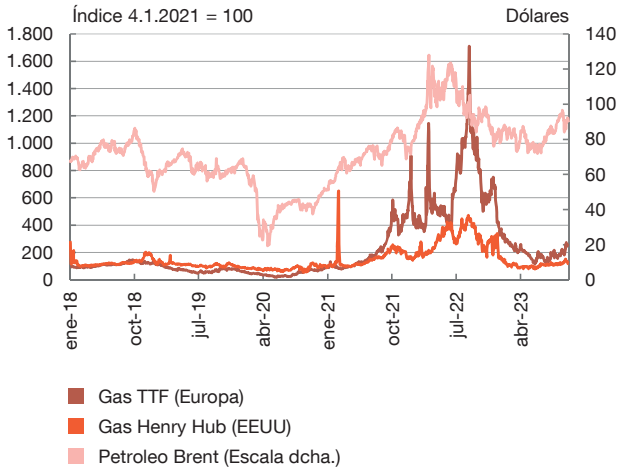
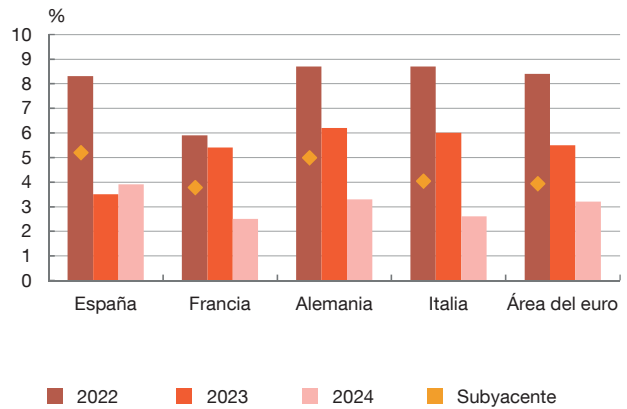


Gráfico 2  
Previsiones de inflación del FMI



FUENTES: Refinitiv y FMI WEO octubre 2023.

a Último dato observado: 23 de octubre.

también en el período reciente mayores tensiones en África y en la zona de Asia-Pacífico. En el área de Latinoamérica, de especial relevancia para la actividad de los bancos españoles, se aprecian también algunas señales de inestabilidad política. Además, se mantiene como riesgo específico la posibilidad de intensificación de ciberataques a escala global.

En todo caso, la resiliencia observada en la economía y los mercados financieros mundiales ha sido superior a la esperada tras el inicio de la invasión rusa de Ucrania. En particular, se han evitado los escenarios más adversos en los mercados de la energía, donde los precios descendieron de forma marcada desde la segunda mitad de 2022 hasta mediados de este año. No obstante, el petróleo ha experimentado incrementos de precio notables en los últimos meses, influido por los recortes de producción de la OPEP+ y, más recientemente, por la situación de tensión en Oriente Próximo. Esto también ha provocado desde inicios de octubre un aumento del precio de gas en los mercados internacionales (véase gráfico 1).

El recuadro que acompaña este resumen analiza en más detalle los potenciales canales de impacto de la situación en Oriente Próximo a través de los mercados financieros y, especialmente, de la energía, midiendo la reacción observada hasta el momento en la actual escalada de tensión y revisando la experiencia histórica ante eventos de este tipo.

A medio y largo plazo, continúa existiendo el riesgo de que se consolide una dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias de eficiencia del proceso de globalización económica y financiera.

## R2 Riesgo de inflación más elevada y persistente

La reducción de los precios energéticos desde la segunda mitad de 2022 y el efecto del endurecimiento de la política monetaria han permitido una notable contención de la inflación del área del euro (véase gráfico 2) y de otras geografías en el transcurso de 2023.

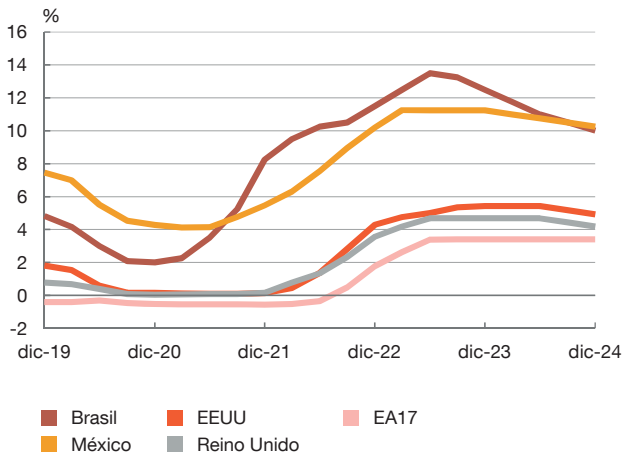
De cara al futuro, las proyecciones de inflación anticipan una reducción gradual de esta hacia el entorno del 2 % a medio plazo tanto en el área del euro como en España, y los riesgos en relación con estas proyecciones se encuentran equilibrados. Por un lado, como ya se ha señalado, los factores geopolíticos son una fuente relevante de riesgos al alza sobre los precios de la energía y otras materias primas, como los alimentos, lo que puede propiciar un repunte más general de las presiones inflacionarias. Los factores climáticos también representan una fuente de riesgo exógena sobre la evolución de los precios de la energía y los alimentos. Asimismo, un incremento superior al estimado de los salarios y los márgenes empresariales generaría un aumento superior de la inflación. Por otro lado, una materialización de los riesgos a la baja sobre el escenario de crecimiento o un potencial mayor impacto de la política monetaria podría dar lugar a una inflación más baja que la proyectada.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha comunicado que, con la información disponible en la actualidad, se estima que el nivel de tipos de interés actual, si se mantiene durante el tiempo necesario, sería coherente, en términos generales, con alcanzar el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. En todo caso, sigue subrayando que ajustará su política monetaria en función de los datos recibidos para asegurar la estabilidad de precios.

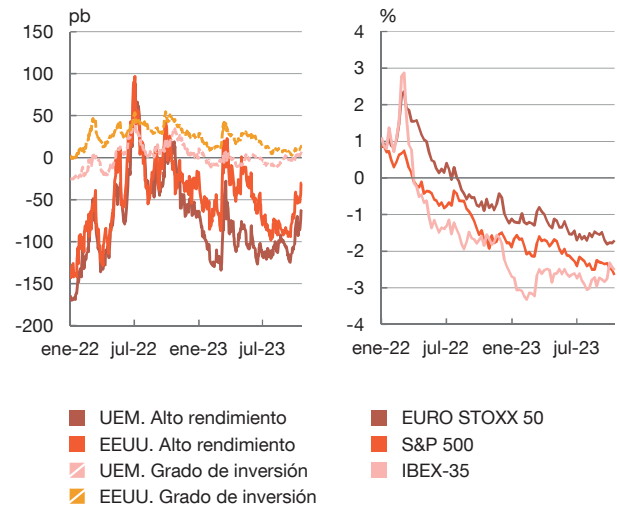
En un contexto de presiones inflacionarias globales, es también necesario considerar la transmisión entre regiones de los ajustes de las políticas monetarias, a través de canales comerciales y, particularmente, financieros. Así, en Estados Unidos el crecimiento económico se ha mantenido muy robusto y, más recientemente, se ha producido un cierto repunte de la inflación, por lo que se anticipa que la Reserva Federal mantenga unos tipos de interés elevados, y superiores a los de otras economías avanzadas, por más tiempo (véase gráfico 3). Esto contribuye a las expectativas de un endurecimiento más prolongado de las condiciones financieras globales, dada la posición central de este país en el sistema financiero internacional.

En cuanto a la economía china, tanto la consolidación de la apertura de su economía tras el abandono de las políticas de «COVID cero», con el consiguiente aumento de su producción y su contribución a la oferta global, como la debilidad de su demanda interna han tendido a reducir las presiones inflacionarias globales.

**Gráfico 3**  
Expectativas del tipo de interés a corto plazo según OECD Economic Outlook (a)



**Gráfico 4**  
Diferenciales de rentabilidad de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva swap (izqda.) (b) y prima de riesgo bursátil (dcha.) (c). Desviaciones con respecto a una media histórica



**FUENTES:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y Refinitiv Datastream.

- a La expectativa de tipos de interés a corto plazo se refiere a los valores proyectados de las tasas del mercado monetario a tres meses. Los datos proyectados los calcula la OCDE haciendo una evaluación general del clima económico en países individuales y de la economía mundial en su conjunto, utilizando una combinación de análisis basados en modelos y modelos de indicadores estadísticos.
- b 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. Las desviaciones están calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2023. La media es 454 pb para los bonos de alto rendimiento de la UEM, 446 pb para los bonos de alto rendimiento de EEUU, 78 pb para los bonos de grado de inversión de la UEM y 131 pb para los bonos de grado de inversión de EEUU.
- c La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de Fuller, R. J. y C.C. Hsia (1984), "A simplified common stock valuation model", Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023. La media es 6,62 % para el Euro Stoxx 50, 5,00 % para el S&P 500 y 7,89 % para el Ibex 35.

Respecto a las economías emergentes, el actual ciclo de subidas de tipos de interés en las economías avanzadas no ha provocado salidas de capitales elevadas en estos países, en buena medida porque han elevado sus tipos de interés de forma temprana y hasta niveles comparativamente altos, en particular en Latinoamérica (véase gráfico 3). No obstante, el potencial endurecimiento adicional de las condiciones en los mercados financieros mundiales sigue siendo un riesgo relevante para su estabilidad financiera.

### R3 Incremento de la aversión al riesgo de los agentes económicos

A pesar del incremento de la carga financiera de los agentes y de que las perspectivas económicas contemplan una inflación todavía relativamente elevada y un crecimiento débil de la actividad, las primas de riesgo requeridas sobre los activos financieros, de renta tanto fija como variable, se mantienen en niveles reducidos en perspectiva histórica (véase gráfico 4). Las turbulencias bancarias globales generaron en marzo de este año un cierto repunte de las primas de riesgo, que se ha corregido de forma rápida y casi completa en los meses posteriores del año.

En este contexto, se identifica el riesgo de que se produzca un incremento de la aversión al riesgo<sup>2</sup> de los agentes que genere un mayor endurecimiento de los costes de financiación y reduzca la actividad, al posponer o reducir los agentes sus planes de consumo o inversión por motivos precautorios.

Esta mayor aversión al riesgo podría ser consecuencia de la reducción de los recursos disponibles para afrontar pérdidas financieras. Por ejemplo, aquellos agentes económicos cuyas reservas de liquidez disminuyen ante el aumento sostenido de costes financieros ven mermada su capacidad de asumir crecimientos adicionales de esos costes u otro tipo de perturbaciones.

La menor disposición a tomar riesgo de los agentes económicos podría derivar también de una percepción más negativa ante la probabilidad de una evolución adversa del escenario macrofinanciero; en particular, de un mayor pesimismo sobre las sendas de crecimiento e inflación. La presencia de valoraciones relativamente elevadas en el contexto actual de incertidumbre puede hacer más frágiles estas percepciones y llevar a una corrección de precios más abrupta y de mayor magnitud si estas se tornan más pesimistas.

Hasta ahora, el ajuste de los mercados financieros al entorno de tipos de interés más elevados ha sido en general ordenado, pero la aparición de tensiones financieras en ciertos segmentos podría empeorar la percepción global de riesgos. Esto presionaría al alza las primas de riesgo de los instrumentos financieros negociados y también conduciría a una oferta de crédito bancario más restringida.

A escala internacional, el aumento de la aversión al riesgo puede endurecer especialmente las condiciones de financiación en economías emergentes, más allá de los efectos sobre los tipos libres de riesgo de las políticas monetarias más restrictivas. Esto es relevante, sobre todo, para aquellas que acumulan mayores vulnerabilidades financieras, como es el caso de Turquía. El cambio de orientación de las políticas económicas de este país ha comenzado a moderar sus vulnerabilidades, pero el proceso de ajuste plantea retos relevantes, que se elevarían ante un deterioro de las condiciones financieras globales.

Las vulnerabilidades a escala global en ciertos intermediarios financieros no bancarios o la materialización de pérdidas en inversiones inmobiliarias, de forma particular en China, pueden actuar también como factores amplificadores de estas dinámicas.

---

2 Para los propósitos de este análisis, se utiliza el término «aversión al riesgo» de forma amplia, esto es, como la menor voluntad de los agentes a asumir riesgo, tanto por una estimación más pesimista de la probabilidad futura de escenarios macrofinancieros adversos como por la menor preferencia por (o mayor coste de) decisiones que puedan generar pérdidas. No se aplica una definición estricta exclusivamente referida a las preferencias de los agentes.



## R4 Riesgo a la baja sobre el crecimiento económico

El crecimiento de la actividad económica, tanto a escala global como en el área del euro y España, se ha debilitado en el período transcurrido de 2023. En el caso de España, las tasas de crecimiento observadas en los dos primeros trimestres de 2023 (4,2 % y 2,2 % en términos interanuales en el primer y el segundo trimestre de 2023, respectivamente) se sitúan sustancialmente por encima de las observadas en el conjunto del área del euro (1,1 % y 0,6 %) y en el resto de las economías europeas de mayor tamaño, pero también se observa una pérdida de dinamismo con respecto al conjunto de 2022. Las perspectivas de evolución de la actividad se orientan a la baja en distintos sectores y áreas geográficas (véase gráfico 5).

Las proyecciones para 2023-2025 contemplan un crecimiento medio de la economía española en el entorno del 2 %, en un contexto de revisión al alza de las estimaciones preliminares de PIB de años previos, que implicarían que ya en 2022 se habría recuperado el nivel de actividad prepandemia. No obstante, el último ejercicio de previsión del Banco de España ha supuesto revisiones a la baja del crecimiento para 2024 y 2025, como consecuencia de una menor demanda externa, en un contexto de bajo crecimiento en el conjunto de Europa, un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y un repunte del precio del petróleo.

En la medida en que se produzcan perturbaciones adicionales negativas sobre estos factores, podría producirse un mayor freno del crecimiento de la actividad en nuestro país, con el consiguiente impacto negativo en la renta de hogares y empresas

Gráfico 5  
Evolución de la actividad en el área del euro, Estados Unidos y España (a)

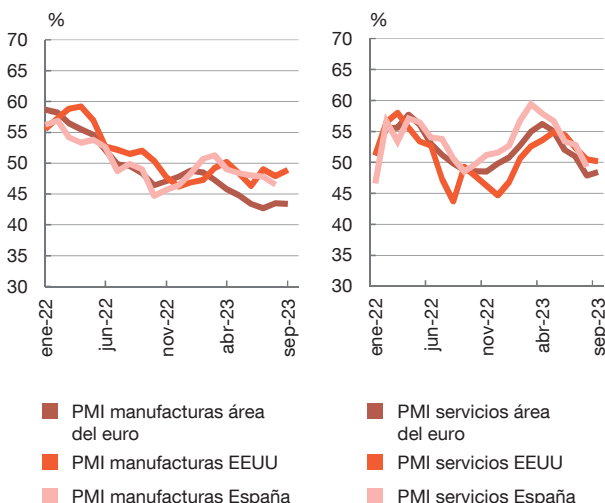
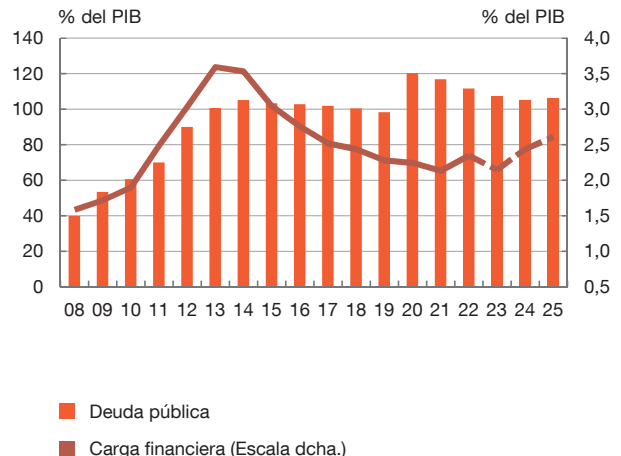


Gráfico 6  
Endeudamiento de las AAPP españolas y carga financiera asociada (b)



FUENTES: S&P Global, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Banco de España.

a Último dato observado: septiembre de 2023 (dato flash de EEUU y área del euro) y agosto 2023 (España).

b Para los años 2023 a 2025 se presentan las previsiones del Banco de España publicadas el pasado mes de septiembre. En el caso de la ratio de deuda sobre PIB, estas se ajustan mecánicamente a la baja por la revisión al alza del PIB nominal anunciada por el INE ese mismo mes de septiembre.

no financieras, presionando su capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras en el actual entorno de tipos de interés más elevados.

Las principales vulnerabilidades<sup>3</sup> de la economía y del sistema financiero español incluyen:

## V1 Nivel elevado de endeudamiento público

La ratio de deuda pública española sobre el PIB ha continuado reduciéndose hasta un valor del 111,2 % sobre el PIB a mediados de 2023, más de 14 puntos porcentuales (pp) por debajo del valor máximo del 125,3 % alcanzado en marzo de 2021. Igualmente, el déficit público continúa la senda descendente iniciada en el segundo trimestre de 2021, situándose en el 4,4 % sobre el PIB en junio de 2023 (frente al 4,8 % del mismo trimestre del año previo y el 11,1 % del primer trimestre de 2021). La reducción de la ratio de endeudamiento público se ha debido exclusivamente al avance del PIB nominal, ya que los intereses pagados y el déficit primario habrían supuesto un aumento de la ratio de más de 11 pp desde los máximos de 2021.

De cara al futuro, las proyecciones del Banco de España contemplan una reducción gradual de la ratio de endeudamiento público en los próximos años, aunque se situaría todavía en niveles muy elevados, cercanos al 108 %, en 2025. En paralelo, este nivel de endeudamiento, junto con el incremento del coste de financiación, llevará a un aumento de la carga financiera de la deuda pública sobre el PIB, que podría alcanzar el 2,6 % en 2025, 0,5 pp por encima de su nivel actual y 1 pp por encima del mínimo alcanzado en 2008 (véase gráfico 6).

En efecto, el coste de las nuevas emisiones de deuda pública alcanzó un nivel cercano al 3,6 % en septiembre de 2023, muy por encima del promedio observado entre 2013 y 2021, del 0,5 %. Esta evolución viene explicada fundamentalmente por el incremento de los tipos libres de riesgo como resultado del endurecimiento de la política monetaria, mientras que la prima de riesgo de la deuda pública española continúa estable desde finales de 2022 en un nivel próximo a los 100 puntos básicos (pb), 30 pb superior a su nivel medio de 2021, cuando registró su valor mínimo desde la crisis financiera global.

Hasta el momento, los plazos relativamente largos de vencimiento de la deuda preexistente (7,8 años), y la amortización de deuda emitida a tipos de interés comparativamente elevados durante la crisis de deuda soberana han mitigado el

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

impacto del incremento del coste de las nuevas emisiones sobre el coste medio de la deuda pública.

En este contexto, el elevado nivel de endeudamiento público y de déficit público estructural sigue representando un elemento de vulnerabilidad significativo de la economía española, en particular ante potenciales escenarios de cambios abruptos de la percepción de riesgo de los mercados, como los mencionados con anterioridad. Adicionalmente, reduce el espacio fiscal para amortiguar potenciales perturbaciones sobre la economía.

Así, la política fiscal debe cumplir con las recomendaciones de la UE<sup>4</sup>, de forma que se reduzcan gradualmente el endeudamiento y el déficit público estructural. Para ello, se requiere el diseño e implementación de un programa de consolidación fiscal sostenida en el tiempo. El uso adecuado de los fondos europeos del programa *Next Generation EU* —que no tienen efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— permitiría, además, reducir los costes a corto plazo sobre la actividad del inicio de este proceso de consolidación. Asimismo, la aplicación de un paquete de reformas estructurales ambicioso contribuiría al objetivo de reducción de los desequilibrios fiscales a través del aumento del crecimiento potencial de la economía.

## V2 Debilidad financiera de hogares y empresas

En los dos primeros trimestres de 2023 se ha prolongado la tendencia a la reducción de las ratios de endeudamiento de empresas no financieras y hogares en 4,6 pp y 2,4 pp sobre el PIB, respectivamente, con respecto al cierre del año anterior. Sin embargo, ante la desaceleración de la demanda y el aumento progresivo de la carga de intereses, se prevé un incremento del porcentaje de agentes vulnerables.

En el caso de las empresas no financieras, ha continuado durante la primera mitad de 2023 la mejora de sus beneficios y rentabilidad<sup>5</sup>. Se observa, sin embargo, una peor evolución en algunos sectores, influidos por el comportamiento negativo observado en las empresas de refino de petróleo y de comercio al por mayor de combustible, que registraron beneficios elevados el año previo. Los resultados más recientes de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés) proporcionan señales de una evolución menos favorable de las pymes que de las empresas de mayor tamaño.

4 Véase [Recomendación del Consejo Europeo](#) sobre el Programa de Estabilidad de España de 2023 de España, de 24 de Mayo de 2023.

5 Estos resultados están basados en la muestra de la Central de Balances Trimestral, que consta de un número reducido de empresas, generalmente de tamaño significativamente superior al de la empresa media en España.

Además, en los próximos trimestres las empresas no financieras españolas continuarán afrontando riesgos sobre la evolución de su rentabilidad. El menor impulso de la demanda tenderá a frenar el avance de sus beneficios, tanto a través de un menor dinamismo de la facturación, como por la capacidad más limitada para transmitir los aumentos de costes a sus precios de venta. Además, la presión al alza sobre los costes laborales y de los *inputs* energéticos también contribuiría a una evolución menos positiva de los beneficios.

Por otra parte, el aumento gradual del coste medio de la deuda corporativa a medida que se trasladan los aumentos de los tipos de interés, en particular a la vinculada a préstamos bancarios (véase gráfico 7), que ha empezado a frenar el avance de los beneficios después de intereses en el primer semestre del año, continuará de forma previsible ejerciendo una presión negativa sobre la rentabilidad. Esto es así a pesar del efecto mitigador de la presencia de algunos *stocks* de deuda a largo plazo y tipo fijo, no sujetos a revisiones a corto plazo de los tipos de interés, en particular la relacionada con los préstamos ICO desplegados ante el inicio de la pandemia. Estos últimos se estarían amortizando, no obstante, a un ritmo notable (-21,8 % hasta junio de 2023).

Por su parte, en los mercados mayoristas el coste de financiación empresarial ha registrado aumentos adicionales en el primer semestre de 2023, después de presentar un crecimiento muy marcado a lo largo de 2022, condicionado por el endurecimiento de la política monetaria. Sigue sin observarse un tensionamiento significativo de las primas de riesgo corporativas, pero la materialización de incrementos de aversión al riesgo podría ejercer una presión adicional sobre este componente del coste de financiación.

En conjunto, por tanto, la presión financiera elevada sobre algunas empresas continúa siendo un elemento de vulnerabilidad, que puede verse reforzado conforme avanza la renovación de deuda con plazo más corto. Hasta ahora, la buena evolución de los beneficios ha contenido el crecimiento de la proporción de empresas vulnerables, pero los riesgos a la baja sobre la actividad podrían reducir la contribución de este factor de contención.

En cuanto a los hogares, estos han experimentado una recuperación de su renta bruta disponible de cerca del 8 % interanual en el segundo trimestre de 2023 en términos nominales y del 1,7 % en términos reales, que ha permitido paliar los efectos negativos del aumento de la inflación y de los tipos de interés sobre su capacidad de consumo y de pago de obligaciones financieras.

El aumento de los tipos de interés continúa, sin embargo, presionando al alza la carga financiera de los hogares con deuda y su coste medio. En particular, la carga financiera de la deuda hipotecaria ha aumentado para los hogares en todos los quintiles de renta (véase gráfico 8), y el coste medio de los saldos vivos hipotecarios

Gráfico 7  
Incremento de los tipos de interés de las carteras de préstamo y depósito (a)

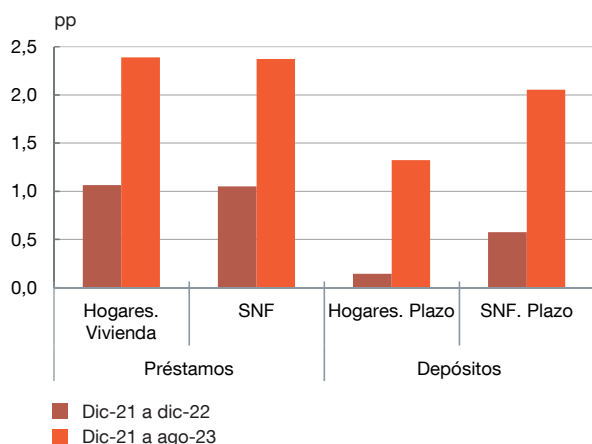
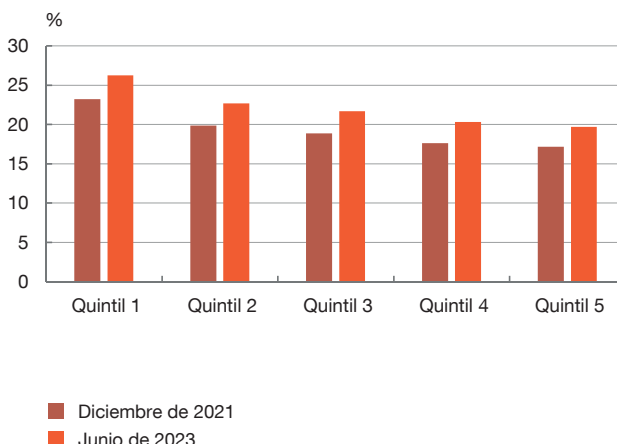


Gráfico 8  
Ratio loan-service to income. Cartera hipotecaria en cada fecha. Por quintiles de renta (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de préstamo y depósito en el período de referencia.
- b El gráfico recoge la ratio loan service to income (LSTI) de las hipotecas vivas para dos fechas (diciembre de 2021 y junio de 2023) y en cada quintil de renta. La ratio LSTI es el cociente entre la cuota anual de la hipoteca y la renta del hogar (como aproximación de esta variable, se toma la renta bruta media anual del hogar en el código postal). Los valores representados se corresponden con la media del LSTI en cada quintil, ponderada por el importe vivo del préstamo. Esta ponderación ofrece una representación más precisa del LSTI del volumen de crédito vivo. No se dispone de la renta de los hogares por código postal para los últimos años, por lo que sus valores actuales se obtienen actualizando las rentas en la última fecha disponible a partir de la evolución de la renta neta media por hogar de la Encuesta de condiciones de vida del INE.

se situó en el 3,4 % en agosto de 2023, 234 pb por encima del registrado a finales de 2021 (véase gráfico 7).

De cara al futuro, es esperable una mayor transmisión del incremento de los tipos de interés al coste de la deuda viva de los hogares, lo que contribuiría al aumento de la proporción de hogares endeudados con carga financiera elevada. Ello a pesar del aumento de las amortizaciones anticipadas de deudas realizadas por los hogares en los últimos meses. Así, se estima que alrededor del 30 % de las hipotecas a tipo variable experimentarán una revisión al alza de sus tipos de interés de más de 1 pp en los 12 meses posteriores a junio de 2023.

Ante el aumento de la presión financiera de los hogares, la modificación de las condiciones contractuales de su deuda puede contribuir a aumentar las probabilidades de recobro y mitigar los impactos negativos sobre el consumo. Así, el Real Decreto-ley 19/2022 introdujo una serie de medidas, entre las que destaca la reforma del marco de códigos de buenas prácticas (CBP) para las modificaciones de las condiciones de los préstamos hipotecarios de hogares vulnerables o en riesgo de serlo. En los primeros siete meses de 2023, el número de solicitudes de recurso a los CBP (más de 42.000) ha sido limitado con respecto al número total de hipotecas vivas (menos del 0,4 %) y también respecto a las que cumplían las condiciones para acogerse, aunque notablemente superior al volumen medio observado en períodos de esta duración en la experiencia histórica del CBP introducido en 2012. El

porcentaje de operaciones efectivamente realizadas ha sido reducido en relación con el volumen de solicitudes (casi el 9%), si bien un 50% están pendientes de resolverse. Alrededor del 40% de las solicitudes han sido rechazadas, en un porcentaje muy elevado por no ser elegibles de forma objetiva para el programa. De forma relacionada, no se han detectado incrementos significativos del volumen total de reestructuraciones o refinanciaciones en los préstamos a hogares fuera del ámbito de los códigos.

Para valorar este volumen de solicitudes y operaciones, es necesario tener en cuenta que el período de tiempo transcurrido desde el comienzo del año, cuando entró en vigor el nuevo marco de CBP, es todavía reducido. Además, la resiliencia del empleo y de la renta habría sostenido la capacidad de pago de los hogares. La modificación de condiciones hipotecarias, también dentro del diseño de los CBP, implica costes para los hogares en la medida que requieran de un esfuerzo de financiación adicional. Así, estos tienen, de forma general, incentivos para usar estas opciones solo cuando sufren problemas de liquidez que no admiten una solución alternativa. En cualquier caso, será necesario mantener una monitorización estrecha del desarrollo de estas medidas en función de la coyuntura macrofinanciera.

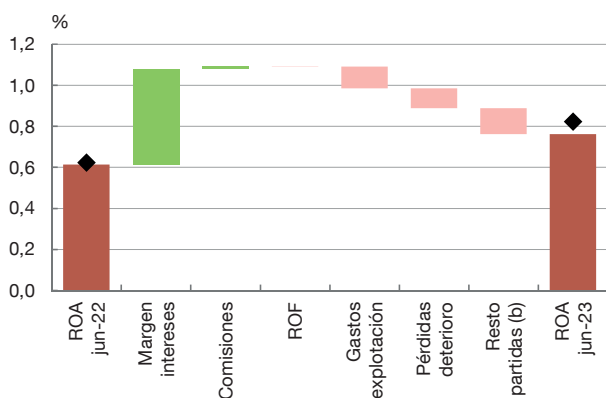
### **V3 Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero**

Los beneficios del sector bancario español continuaron mostrando una evolución favorable en el primer semestre de 2023. Así, las rentabilidades sobre el total activo (ROA, por sus siglas en inglés) y sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés) se situaron en el 0,8% y el 12,1% en junio de 2023, respectivamente, 15 pb y 200 pb superiores a las registradas en el cierre del año anterior.

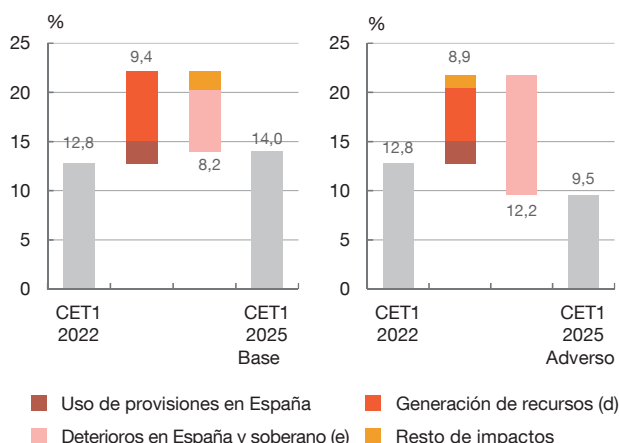
El aumento de los tipos de interés ha continuado incrementando en mayor medida los ingresos de los bancos que sus costes de financiación, y el consiguiente crecimiento del margen de interés continúa siendo el factor que más contribuye a a la evolución de la rentabilidad en el primer semestre de 2023 (véase gráfico 9). Esta evolución positiva del margen de interés ha más que compensado la variación desfavorable de los costes de explotación en el entorno inflacionario actual, el crecimiento de las dotaciones por deterioros financieros (concentrado en el negocio en el extranjero) y el impacto del gravamen extraordinario a la banca en el negocio en España.

La holgada situación de liquidez del sector bancario español ante el ciclo de subidas de tipos de interés iniciado en 2022 y el nivel negativo del que partían estos han contribuido a contener el coste del pasivo, en particular de los depósitos bancarios (véase gráfico 7). No obstante, en la primera mitad de 2023 se ha observado una intensificación de la transmisión de la subida de tipos de política monetaria a los tipos medios de los depósitos bancarios; se ha observado, asimismo, un incremento

**Gráfico 9**  
Descomposición de la variación del resultado.  
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



**Gráfico 10**  
Pruebas de resistencia FLESB. Impacto sobre la ratio de CET1 en escenario base (izquierda) y escenario adverso (derecha) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a** El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de junio de 2023 respecto a junio de 2022. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo un resultado extraordinario en junio de 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca de 2023 en junio de 2023 (-1,3 mm de euros).
- b** Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.
- c** 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 2022 y 2025 y el efecto de los avales del ICO. Resultados agregados, incluyendo entidades bajo supervisión directa tanto del MUS como del Banco de España.
- d** 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.
- e** 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).

de la contribución a los gastos por intereses del resto de las categorías de pasivos financieros. El peso de estos gastos sobre el total pasivo ha crecido así 114 bp en términos anualizados desde diciembre de 2022, hasta el 2,3 %.

Por su parte, el avance de la finalización de las operaciones TLTRO (*targeted longer term refinancing operation*)<sup>6</sup> del Eurosistema está induciendo una cierta recomposición del pasivo, con un mayor peso de los fondos proporcionados por intermediarios financieros, en particular a través de préstamos interbancarios. En cuanto a los depósitos de hogares y empresas, crecieron moderadamente a nivel consolidado y han comenzado a contraerse en el negocio en España (tasas de crecimiento interanual respectivas del 1,3 % y el -1 % en junio de 2023).

Después del impacto inicial de las turbulencias financieras de marzo de este año, las condiciones de mercado para la banca europea se han normalizado en gran medida. Así, desde mayo, las emisiones de deuda se reactivaron de forma notable,

<sup>6</sup> Estas operaciones del Eurosistema proporcionan financiación a largo plazo a las entidades de crédito en condiciones favorables con el objetivo de estimular la actividad de préstamo a la economía real. El primer programa TLTRO se lanzó en 2014, y el último, el TLTRO-III, se lanzó en 2019, y se espera su amortización completa en 2024.

lo que de manera previsible permitirá a las entidades españolas completar holgadamente sus planes de financiación para este año y cumplir con los requerimientos de resolución.

Las cotizaciones bursátiles de los bancos españoles, que llegaron a descender cerca de un 20 % con respecto al nivel previo a la crisis de Silicon Valley Bank (SVB) y Credit Suisse, han recuperado buena parte de su valor, aunque se sitúan todavía un 6,2 % por debajo del nivel previo al 8 de marzo de 2023<sup>7</sup> (-9,2 % en el caso de los bancos del área del euro).

Al tiempo que se producían estos ajustes en las fuentes de financiación, las entidades españolas han mantenido una buena posición de liquidez, con ratios de cobertura de liquidez y financiación estable neta (LCR y NSFR, por sus siglas en inglés) en niveles del 176,9 % y el 131,1 %, en ambos casos por encima del requerimiento mínimo del 100 %.

La ratio LCR presenta, no obstante, un descenso de 28,7 pp desde el valor del 205,6 % observado en junio de 2022. Esta disminución estaría asociada a la reducción de depósitos en bancos centrales, en los que se acumulaba como reservas de liquidez parte de la financiación de coste reducido obtenida de estos, y se situaría dentro de lo esperado ante el encarecimiento de ese tipo de fondos y los incentivos para reducir su uso.

En este contexto, los bancos españoles consiguieron alcanzar también un incremento interanual de su ratio de capital CET1 de 25 pb, situándose en el 13,1 % en junio de 2023.

A pesar de esta buena evolución reciente, la materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en este Informe puede tener un impacto significativo negativo sobre el sector bancario. Para valorar su impacto, las herramientas de pruebas de resistencia resultan de gran utilidad.

El ejercicio coordinado por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), publicado en julio, muestra que el conjunto del sector bancario europeo se mantendría resiliente frente a un escenario adverso caracterizado por una recesión importante y repuntes adicionales de la inflación y de los tipos de interés. Así, la ratio agregada de CET1 lograría mantenerse en 2025 en el 10,4 %, tras absorber un impacto negativo de 459 pb. Las ocho entidades españolas significativas que participan en el ejercicio lo finalizan en un nivel similar (10 %) al del conjunto europeo, presentando un menor impacto (240 pb), que compensa la menor ratio de CET1 de partida (12,4 %, frente a una media europea del 15 %).

<sup>7</sup> La entidad SVB anunció el 8 de marzo ventas significativas de sus carteras de instrumentos financieros y ventas adicionales de emergencia, lo que dio lugar a una elevada fuga de depósitos al día siguiente y a su colapso el 10 de marzo, lo que precipitaría una corrección global de las cotizaciones del sector bancario.



El ejercicio *top-down* de pruebas de resistencia<sup>8</sup> del Banco de España utiliza el escenario adverso de la EBA junto con supuestos de estrés adicional sobre la calidad de crédito de distintos sectores empresariales, motivados por la incertidumbre ante la acumulación de perturbaciones extraordinarias en el período 2020-2022. Este ejercicio abarca también una muestra más amplia de entidades significativas y menos significativas. Los resultados bajo este marco metodológico alternativo muestran también una elevada capacidad de resistencia agregada, a pesar del estrés adicional aplicado sobre el riesgo de crédito, con una disminución de la ratio de capital CET1 de casi 330 pb, alcanzando un nivel del 9,5 % al final del ejercicio (véase gráfico 10). Sin ese estrés adicional, los resultados serían similares a los del ejercicio de la EBA.

Los resultados de las pruebas de resistencia muestran, en todo caso, una cierta heterogeneidad entre entidades bancarias, y es necesario mantener una monitorización cercana de los posibles impactos de un entorno de riesgos macrofinancieros elevados.

Aunque la atención de las pruebas de resistencia se suele centrar en los resultados obtenidos para el escenario adverso, los del escenario central se pueden utilizar como un indicador de la evolución esperada de la solvencia del sector si no se producen grandes desviaciones de las proyecciones macroeconómicas. Los resultados señalan que, a pesar de la subida de tipos de interés, la previsión de una continuación de la senda de crecimiento y el posicionamiento financiero del sector bancario permitirían generar capital de manera orgánica en el período 2023-2025. En particular, en el ejercicio del Banco de España, y de acuerdo con las previsiones de septiembre de 2023, la ratio de CET1 podría crecer cerca de 140 pb en este período.

Por otra parte, se mantiene la preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades en el segmento de intermediación financiera no bancaria, en particular en relación con posiciones de liquidez ajustadas y un elevado grado de apalancamiento. Por sectores, el de los fondos de inversión abiertos presenta mayores señales de vulnerabilidad. Como se ha señalado en números anteriores de este Informe, la reacción de estos agentes ante la materialización de los riesgos identificados podría generar espirales de ventas de activos con elevados descuentos, que supondrían un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación del sector bancario y también una potencial reducción de la valoración de sus tenencias de instrumentos financieros negociados.

---

8 El ejercicio de pruebas de resistencia del Banco de España [*Forward Looking Exercise on Spanish Banks (FLESB)*] se apoya en el reporte regulatorio y supervisor y la estimación propia de distintos modelos de riesgos y evolución financiera de las entidades. La EBA coordina un ejercicio *bottom-up* con restricciones, en el que las propias entidades bancarias estiman los resultados del ejercicio, bajo algunas restricciones metodológicas y sujetas al contraste de valores extremos y con modelos *top-down del supervisor*.

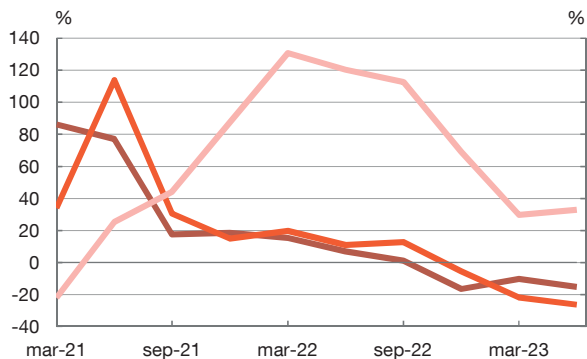
## Evolución del mercado inmobiliario

En esta ocasión, se ha excluido de la lista de vulnerabilidades la acumulación de desequilibrios inmobiliarios, de los que se observó alguna señal incipiente en 2022.

La tendencia contractiva de actividad y crédito en el mercado de la vivienda que se inició en el tercer trimestre de 2022 ha continuado en la parte transcurrida de 2023. En particular, en el segundo trimestre de 2023, el volumen de compraventas de vivienda presentaba una reducción interanual del 15 % (frente al 10 % del cuarto trimestre de 2022), mientras que el nuevo crédito hipotecario para adquisición de vivienda presentaba una caída más marcada, del 26,3 % (frente al descenso del 5,5 % del cuarto trimestre de 2022). Como consecuencia, se ha dado la situación de que se han vendido más viviendas sin hipoteca que con ella. Con todo, tanto el volumen de compraventas de vivienda como el nuevo crédito hipotecario para adquisición de vivienda están aún por encima de sus niveles anteriores a la pandemia.

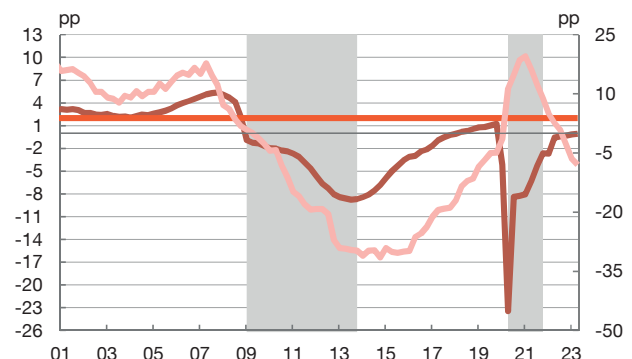
En el segundo trimestre de 2023 se observó un repunte del crecimiento del precio de la vivienda que truncó la tendencia decreciente que se venía observando desde hace un año. En concreto, la tasa de variación interanual se situó en el 3,6 % en junio de

Gráfico 11  
Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



■ Compraventas de vivienda  
■ Crédito nuevo (b)  
■ Precio de la vivienda (Escala dcha.)

Gráfico 12  
Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (c)



■ Brecha de producción  
■ Umbral de activación  
■ Brecha de crédito-PIB (Escala dcha.)

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

- a Tasas de variación interanual sobre series desestacionalizadas.  
b Tasa de variación sobre el volumen de crédito concedido en cada trimestre.  
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 2023. Las áreas sombreadas en gris muestran dos periodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal naranja representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

2023 (véase gráfico 11), algo por encima de la inflación general. Por tanto, será necesario mantener una vigilancia cercana de este indicador, en particular en el caso de la vivienda nueva, para valorar la persistencia de este comportamiento.

En esta coyuntura de corrección de la tendencia expansiva previa del mercado de la vivienda, se siguen observando valores cercanos a una posición neutral de los indicadores de desequilibrio del precio de la vivienda, y no se han observado signos de relajación de los estándares y criterios de concesión de las hipotecas.

### **Orientación de la política macroprudencial**

El posicionamiento de la política macroprudencial del Banco de España continúa fuertemente condicionado por la incertidumbre sobre la evolución macrofinanciera. Además, la brecha de crédito-PIB continúa su evolución descendente, impulsada por el comportamiento contractivo del crédito y la expansión del producto nominal, y se sitúa con los últimos datos disponibles en niveles negativos más alejados del umbral de activación que hace seis meses (véase gráfico 12). Por su parte, la brecha de producción se sitúa más cercana a valores positivos, en un contexto en el que la actividad ha seguido creciendo en el período transcurrido de 2023 y en el que se mantienen las presiones inflacionarias.

En consecuencia, el colchón de capital anticíclico se mantiene actualmente en el 0 % y no se ha producido la activación de otras medidas macroprudenciales. Como se describe en detalle en el capítulo 3, la traslación a los requerimientos de capital bancario en España del marco de mínimos del BCE de colchones para otras entidades de importancia sistémica (OEIS) ha supuesto el aumento de 25 pb de los mínimos exigidos por este concepto a las dos entidades españolas de mayor importancia sistémica.