

# 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, en conjunto, una cierta contención de los riesgos identificados y una moderación de las vulnerabilidades. No obstante, una posible escalada de las tensiones geopolíticas —asociadas, en particular, con la guerra en Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo— se mantiene como el principal riesgo para la actividad económica y la estabilidad del sistema financiero español.

A pesar de estas tensiones y del tono restrictivo de las políticas monetarias, las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza desde el otoño como consecuencia de algunas sorpresas positivas, que han afectado, en particular, a Estados Unidos. Sin embargo, el área del euro ha mostrado un comportamiento relativamente débil y sus perspectivas de crecimiento han empeorado.

Por su parte, el descenso de la inflación general y subyacente en las economías avanzadas, incluyendo en particular el área del euro, ha llevado a los mercados financieros a adelantar e intensificar las expectativas de relajación de sus políticas monetarias, con la consiguiente reducción de los tipos de interés esperados tanto a corto como a largo plazo. No obstante, estas expectativas de tipos de interés se han corregido parcialmente al alza desde principios de año, reflejando la incertidumbre sobre el proceso desinflacionario. A este respecto, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas han venido señalizando que la primera reducción de los tipos de interés podría estar próxima, pero han seguido enfatizando la dependencia de sus decisiones de los datos.

Las primas de riesgo permanecen en niveles históricamente reducidos desde la publicación del anterior IEF, especialmente teniendo en cuenta el contexto de incertidumbre macroeconómica, y han descendido en algunas categorías de activos. En este contexto, un repunte de la aversión al riesgo de los agentes ante un cambio de su percepción del entorno de incertidumbre podría producir una corrección abrupta e intensa de los precios de los activos financieros con riesgo.

Por su parte, la evolución positiva de las rentas y la reducción del endeudamiento del sector privado no financiero en España han contribuido a mejorar su posición financiera. La vulnerabilidad relativa al elevado endeudamiento público se mantiene, no obstante, en un nivel alto.

Respecto a la capacidad de intermediación financiera, el sector bancario español ha presentado una evolución muy favorable de su rentabilidad en 2023, impulsada por el crecimiento del margen de intereses. La subida acumulada de los tipos de interés oficiales desde 2022 ha redundado en el progresivo incremento del rendimiento medio del activo, mientras que se ha trasladado con mayor lentitud al coste medio del pasivo, al tiempo que el sector ha mantenido posiciones de liquidez y financiación holgadas.

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



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 tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja un nivel medio y el rojo un nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.

La reciente moderación de los tipos de interés en el mercado monetario ha conducido al agotamiento de las subidas de los tipos de interés en las nuevas operaciones de crédito. En cambio, ha continuado el trasvase de depósitos a la vista a depósitos a plazo y la mejora de la remuneración media de estos últimos, dentro de niveles moderados. En este contexto, se ha detectado una oferta de crédito algo más dinámica en la parte final de 2023. Por su parte, la evolución de la calidad crediticia en España, en concreto en el segmento de hogares, ha sido menos favorable el último año, aunque los deterioros observados han sido muy limitados.

La dinámica expansiva de la rentabilidad bancaria no ha redundado en un fortalecimiento significativo de la solvencia del sector, habiendo mejorado su ratio de CET1 solo muy moderadamente en 2023, a diferencia de lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, con lo que la distancia que nos separaba de ellos se ha ampliado. En conjunto, continúa vigente la recomendación de hacer uso del actual comportamiento favorable de los beneficios para reforzar la capacidad de absorber el impacto de potenciales perturbaciones macrofinancieras futuras, en particular en un contexto en el que se mantienen riesgos a la baja para el crecimiento económico.

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

<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  
Shock de incertidumbre en el PIB (a)

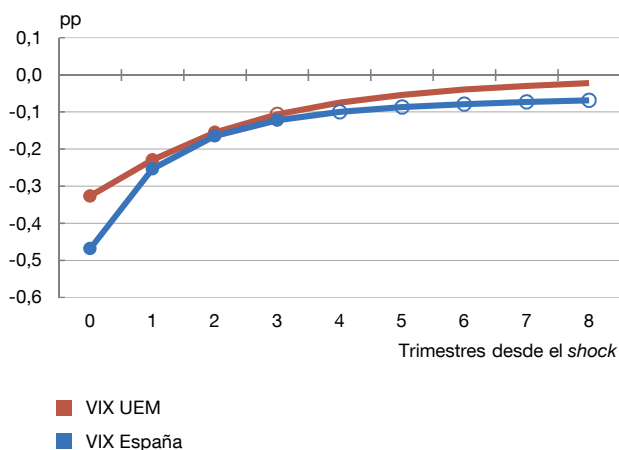
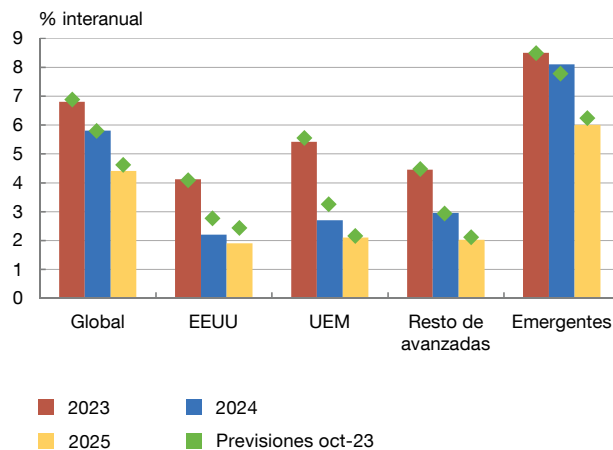


Gráfico 2  
Previsiones de inflación del FMI (b)



FUENTES: Chicago Board Options Exchange (CBOE), Factiva DJ, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- a El gráfico muestra respuestas a un *shock* positivo de una desviación estándar en el VIX. Los círculos llenos (vacíos) indican significatividad estadística al 5 (10)%; línea sólida, sin significación estadística. El modelo VAR para el caso de España incluye las siguientes variables: el índice EPU, el diferencial con los bonos soberanos alemanes a diez años, el crecimiento intertrimestral del PIB y la inflación; el VIX se incluye como variable exógena en primera posición, imponiendo que su ecuación no dependa de las otras variables retrasadas, sino solo de su propia historia. En el caso del área del euro, se estima el mismo modelo, solo que se considera el diferencial entre los bonos alemanes y los de EEUU como *proxy* del *spread* europeo.
- b Las barras representan las previsiones más recientes de enero, del FMI World Economic Outlook January Update 2024. Los rombos se corresponden con las previsiones anteriores, del FMI World Economic Outlook October 2023.

## R1. Riesgos geopolíticos

Los conflictos militares en Ucrania y Oriente Próximo continúan siendo focos de tensión geopolítica elevada y, a pesar de que su escala se mantiene contenida, constituyen una fuente de incertidumbre de difícil cuantificación.

En el caso del conflicto en Oriente Próximo, se han observado algunos episodios de extensión regional de las tensiones. Esto ha afectado de forma destacada al tráfico marítimo a través del mar Rojo, alargando las rutas comerciales, principalmente entre Asia-Pacífico y Europa. Todo ello ha llevado a unos mayores plazos de entrega de algunos productos y a un aumento generalizado de los costes del transporte marítimo. Si bien el impacto económico de estos episodios es, por ahora, limitado, no puede descartarse que un agravamiento del conflicto, en particular si llega a afectar al tráfico a través del estrecho de Ormuz, acabe perturbando de manera más intensa a la economía global.

Se mantiene así el potencial de las tensiones geopolíticas para perturbar negativamente el comercio de energía y de otras materias primas —y de forma más general el tráfico de mercancías— y para provocar descensos abruptos de los precios de los activos financieros con riesgo. En la medida en que estas tensiones se traduzcan en un mayor grado de incertidumbre económica, su impacto sobre la actividad podría ser significativo (véase gráfico 1), como se estudia en mayor detalle en el recuadro 1.1. Hasta el momento, no se han observado, sin embargo, señales de una materialización significativa de estos riesgos.

En particular, los precios del gas natural han experimentado importantes descensos desde octubre de 2023, y los del petróleo muestran niveles relativamente contenidos a pesar del incremento observado desde inicios de diciembre del pasado año. Los niveles de precios del gas son muy inferiores a los observados antes del inicio de la invasión rusa de Ucrania, mientras que los del petróleo son algo superiores a los de esas fechas. La evolución de la demanda mundial de energía, la mayor actividad de *fracking* y la mayor producción de crudo en países fuera de la OPEP+ habrían contribuido a esta contención.

Asimismo, el análisis global de los riesgos geopolíticos requiere seguir monitorizando con atención las tensiones entre China y Estados Unidos, con ramificaciones de particular importancia para toda la región de Asia-Pacífico y para el comercio mundial de bienes tecnológicos. A nivel global, los distintos procesos electorales relevantes en 2024 representan también un cierto factor de incertidumbre sobre la evolución del contexto geopolítico.

Se mantiene también como riesgo específico la posibilidad de intensificación de ciberataques a escala global. En este sentido, el presente informe incluye un capítulo temático sobre las dimensiones individuales y sistémicas de los ciberriesgos, así como sobre las iniciativas reguladoras y supervisoras surgidas en el contexto europeo y global para proteger al sistema financiero frente a los mismos.

## **R2. Riesgo de inflación más elevada y persistente**

La inflación del área del euro descendió de forma notable en los últimos doce meses, registrando una tasa interanual<sup>2</sup> del 2,4 % en marzo de 2024, frente al 6,9 % del mismo mes de 2023. A este descenso, que ha resultado ser mayor que el anticipado el pasado otoño, ha contribuido no solo la reducción de los precios energéticos, sino también el descenso de la inflación subyacente<sup>3</sup> (2,9 % en marzo de 2024, frente al 5,7 % un año antes), lo que refleja en buena medida el endurecimiento de la política monetaria, y también la relajación de las tensiones en las cadenas de suministro. La inflación del sector servicios ha mostrado mayor resistencia a la reducción que la de los bienes industriales no energéticos, de la misma forma que durante la etapa de presiones inflacionarias presentó mayor resistencia al aumento.

Con respecto al anterior IEF, las previsiones de los bancos centrales continúan apuntando a un descenso gradual de la inflación hacia el entorno del 2 % a medio plazo, tanto en el conjunto del área del euro como en España. No obstante, este objetivo se alcanzaría ya en 2025, mientras que durante 2024 el proceso de reducción de la inflación sería algo más lento por la desaparición de los efectos base favorables vinculados a la energía y de algunas de las medidas fiscales temporales que se introdujeron para limitar el impacto de las subidas de los precios de la energía y los alimentos en la cesta de la compra, así como por la mayor persistencia histórica de la inflación de servicios.

<sup>2</sup> Crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).

<sup>3</sup> Excluyendo los componentes de energía, alimentos, alcohol y tabaco.

En lo que se refiere a estas proyecciones, los factores geopolíticos continúan siendo una fuente relevante de riesgos al alza sobre la inflación, principalmente por su potencial efecto sobre los precios de la energía, pero también sobre otras materias primas, como las alimenticias. También sobre el coste del transporte de mercancías y la fragmentación comercial y financiera. No obstante, como ya se ha mencionado, los precios energéticos no se han visto por el momento tensionados a pesar de los desarrollos adversos en el escenario político y militar de Oriente Próximo.

Los mercados laborales del área del euro muestran todavía un comportamiento muy dinámico, con una holgura reducida, y los salarios continúan experimentando un crecimiento robusto, que está permitiendo a los trabajadores recuperar progresivamente el poder adquisitivo perdido en los años previos. Se espera que continúe este proceso en los próximos años. Un incremento de los salarios superior al estimado, en base a las tendencias actuales, continúa siendo una fuente de riesgo al alza para la inflación.

En sentido contrario, una materialización de los riesgos a la baja sobre el crecimiento, en un entorno en el que persisten señales de debilidad de la demanda global, o un potencial mayor impacto de la política monetaria podrían dar lugar a una inflación más baja que la proyectada. En conjunto, el balance de riesgos sobre la inflación aparece equilibrado.

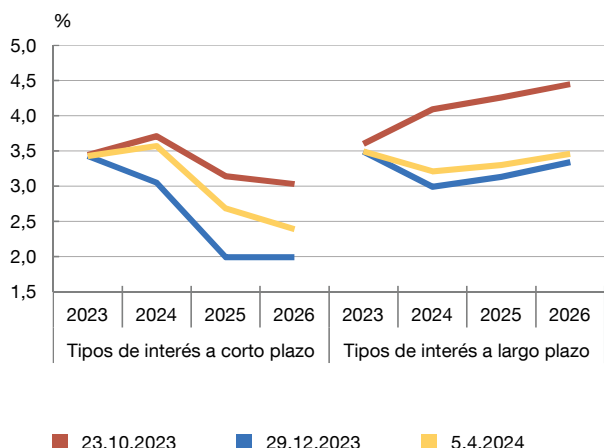
El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales desde la fecha de publicación del anterior IEF, si bien ha subrayado en su comunicación la buena evolución de la inflación general y subyacente y la fortaleza de la transmisión de la política monetaria, y los mercados esperan una reducción de los tipos de interés en el área del euro en junio y entre tres y cuatro en el conjunto de 2024.

Este escenario de reducción de la inflación es compartido a nivel global (véase gráfico 2). En particular, las expectativas para Estados Unidos sitúan su tasa de inflación ya en 2024 en el entorno del 2 %, lo que contribuye a su vez a expectativas de reducción del nivel actual de sus tipos de interés de política monetaria. Dada la posición central de este país en el sistema financiero internacional, esta evolución de su política monetaria favorecería una cierta relajación de las condiciones financieras globales. No obstante, Estados Unidos mantiene un crecimiento de su PIB más dinámico que el de otras economías avanzadas, impulsado por una política fiscal expansiva, y los datos más recientes de inflación han presentado algunas sorpresas al alza en un contexto en el que la tasa de paro permanece en niveles muy reducidos. De este modo, persisten ciertos elementos de riesgos sobre la inflación de este país.

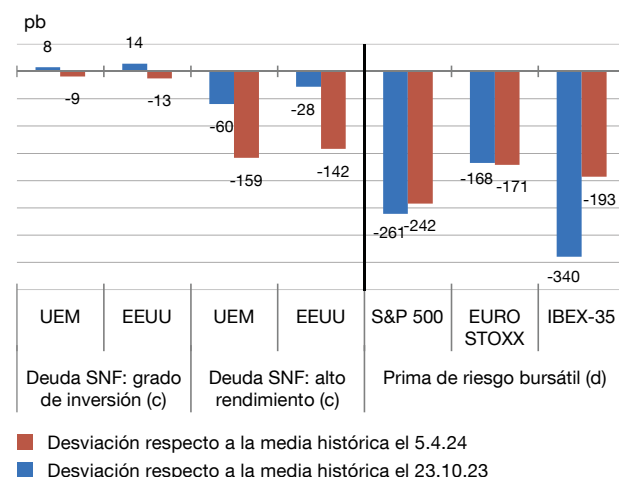
Por su parte, el debilitamiento del crecimiento en China, vinculado en alguna medida a los problemas de su mercado inmobiliario, puede contribuir a través de distintos canales financieros y comerciales a una menor inflación en otras economías. En particular, un mayor freno de su economía debilitaría la demanda global de materias primas y las presiones sobre sus precios.

Las expectativas de los mercados financieros sobre las sendas futuras de los tipos de interés se han ajustado a la baja desde la publicación del último IEF (véase gráfico 3), lo que es

**Gráfico 3**  
Expectativas de los tipos de interés a corto y largo plazo (a) (b)



**Gráfico 4**  
Primas de riesgo (b)



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

- a 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.
- b La fecha del 23.10.23 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 78 pb en la UEM y 131 pb en EEUU para los bonos IG. Para los bonos HY es 452 pb en la UEM y 444 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 494 pb para el S&P 500, 658 pb para el EURO STOXX y 781 pb para el IBEX-35.

consistente con la reducción de las presiones sobre la inflación. No obstante, la evolución más reciente muestra una reversión parcial de las expectativas de reducción de los tipos de interés (véase gráfico 3).

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

Las primas de riesgo bursátiles y de la deuda corporativa se sitúan en niveles históricamente bajos y, además, han disminuido para algunas categorías de activo en el período transcurrido desde la publicación del anterior IEF (véase gráfico 4). Los mercados financieros muestran un grado muy reducido de aversión al riesgo<sup>4</sup>, a pesar del contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de unas expectativas de bajo crecimiento económico a nivel global.

De esta manera, la persistencia del desalineamiento de la valoración de activos financieros con riesgo y los fundamentales macroeconómicos también eleva la probabilidad de que se produzca un incremento de la aversión al riesgo de los agentes. Esto podría amplificar el

<sup>4</sup> 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.



endurecimiento adicional de los costes de financiación y proporcionar incentivos a los agentes para posponer o reducir sus planes de consumo e inversión. El alza de las primas de riesgo no afectaría solo a los instrumentos financieros negociados, sino que también podría alcanzar a la oferta de crédito bancario.

El principal desencadenante de la materialización de este riesgo sería el posible viraje de los agentes hacia una percepción más negativa de las sendas de crecimiento e inflación. Como ya se discutía en el IEF anterior, la presencia de valoraciones elevadas en un contexto de incertidumbre como el actual puede hacer que estas sean más frágiles ante *shocks* de distinta magnitud y provocar correcciones más abruptas y elevadas si las percepciones se tornan más pesimistas. Aunque las señales de valoraciones elevadas son más claras en Estados Unidos que en otras economías avanzadas, una eventual corrección de los precios en los mercados financieros norteamericanos afectaría previsiblemente a otras economías como consecuencia del elevado grado de interconexiones globales.

En estos escenarios más adversos, las potenciales ventas aceleradas de activos por parte de algunos intermediarios financieros, como los fondos de inversión internacionales de carácter abierto, con unas posiciones poco líquidas o con un elevado grado de apalancamiento, podrían intensificar los descensos en los precios de algunos activos.

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

El crecimiento de la actividad económica mundial ha sido algo más dinámico de lo esperado en el período transcurrido desde la publicación del anterior IEF, con las sorpresas positivas concentradas en Estados Unidos, China y algunas economías emergentes. Las perspectivas de evolución de la actividad manufacturera han mejorado en el primer trimestre de 2024 a nivel global, con la excepción del área del euro, y se observa también una cierta recuperación del sector servicios en las principales áreas económicas (véase gráfico 5).

En el área del euro, la actividad mantuvo un tono de debilidad en la segunda mitad de 2023, y se espera una recuperación lenta y gradual a lo largo de 2024, inferior a la prevista el otoño pasado, con un crecimiento que se mantendría en cualquier caso en tasas reducidas en el medio plazo. Algunas de las principales economías del área se contrajeron o presentaron tasas bajas de crecimiento el año pasado (−0,3 % en el caso de Alemania y 0,9 % en Francia), y no se espera una aceleración marcada de su actividad económica para 2024.

El PIB de la economía española creció en 2023 un 2,5 %, significativamente por encima de la media del 0,4 % para el conjunto del área del euro y también por encima de lo esperado. Entre los factores que han apoyado este crecimiento está la favorable evolución de la demanda exterior y de la renta de los hogares, ligada esta última a la creación de empleo —que ha sido determinante en el fuerte aumento de la inmigración registrado— y a la recuperación del poder adquisitivo de los salarios. La información más reciente apunta a una cierta moderación en el primer trimestre de 2024, en un contexto de debilidad de la actividad económica de nuestros

Gráfico 5  
Evolución de la actividad económica (a)

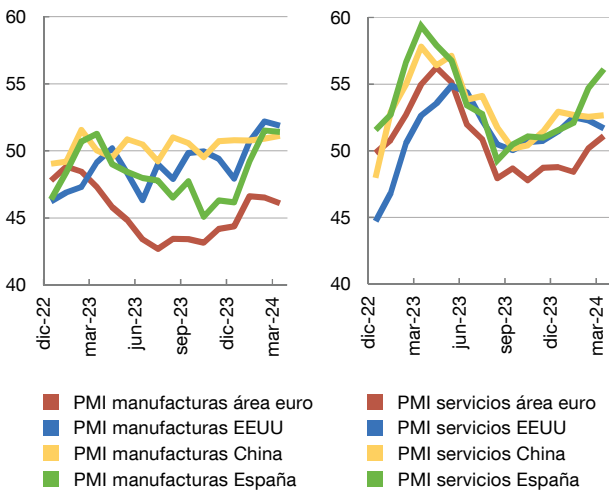
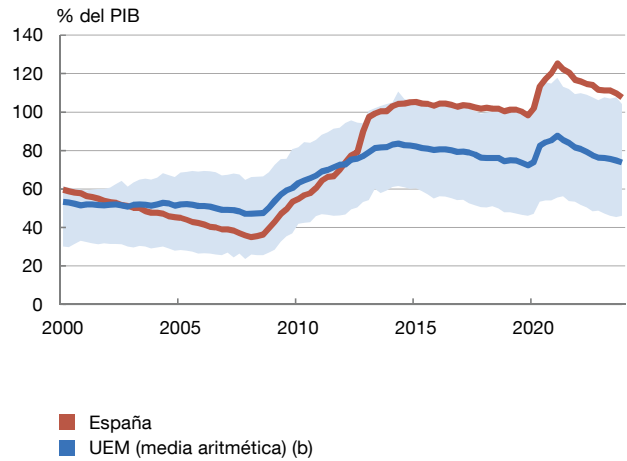


Gráfico 6  
Deuda pública española en el contexto europeo



FUENTES: Estadísticas nacionales, Intervención General de la Administración del Estado, S&P Global y Banco de España.

- a El índice PMI de gestores de compras es un indicador cualitativo que recoge, a partir de encuestas, la variación de la actividad económica con respecto al mes anterior, indicando un aumento (reducción) cuando se sitúa por encima (debajo) del valor 50.  
b El área sombreada en azul representa los percentiles 25 y 75 de la distribución de ratios de endeudamiento público en la UEM.

principales socios comerciales. Aun así, se anticipan crecimientos por encima del potencial en el horizonte 2024-2026.

Como en el caso de la economía mundial, los riesgos para el crecimiento del PIB en España continúan orientados a la baja. La potencial intensificación de las tensiones geopolíticas globales, mencionadas más arriba, se mantiene como la principal fuente de incertidumbre.

Adicionalmente, la contracción del mercado inmobiliario en China continúa siendo un elemento de preocupación a nivel global. Una desaceleración abrupta de esta economía podría reducir el crecimiento del resto de principales economías, sobre todo a través del canal comercial, y aumentar el nivel de incertidumbre sobre la evolución económica mundial, lo que podría afectar a los mercados financieros globales.

En este contexto, las principales vulnerabilidades<sup>5</sup> de la economía y del sistema financiero español incluyen:

### V1. Nivel elevado de endeudamiento público

El déficit público en España se situó en el 3,6 % del PIB en 2023, 1,1 puntos porcentuales (pp) por debajo de la cifra registrada en 2022. La ratio de deuda pública sobre PIB se redujo en

<sup>5</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.

casi 4 pp, hasta el 107,7 %, apoyada en el fuerte avance del PIB nominal. Este nivel de endeudamiento público es notablemente inferior al máximo alcanzado tras el inicio de la pandemia (125,3 % en marzo de 2021), pero todavía superior al vigente al inicio de la misma (98,2 % en diciembre de 2019), y elevado en relación con otros países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase gráfico 6).

El coste medio de las nuevas emisiones de deuda en 2023 alcanzó el 3,4 %, 2,1 pp por encima de su nivel de 2022. Este incremento se concentró especialmente en los instrumentos con un plazo más corto. No obstante, el coste medio de las emisiones más recientes (3,3 % en febrero de 2024) se ha situado por debajo de los máximos de 2023 (3,9 % en octubre), reflejando las expectativas de menores tipos de interés de la política monetaria.

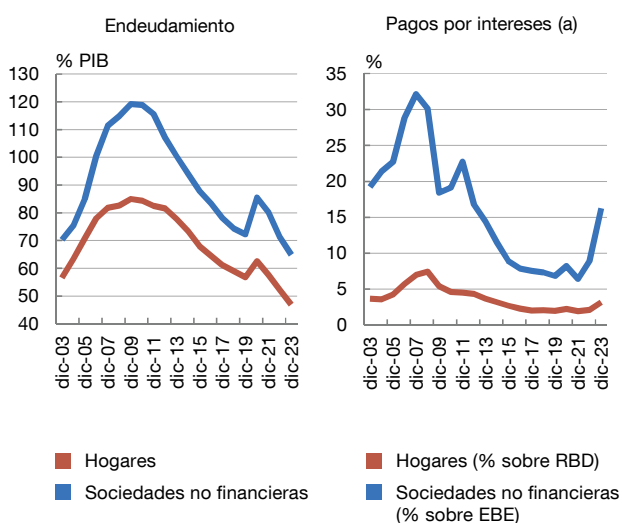
Debido a que la vida media de la deuda pública española es elevada (próxima a los ocho años) y a que están venciendo emisiones de hace una década, con tipos de interés mucho más elevados que los actuales, el incremento del coste de las nuevas emisiones se traslada solo progresivamente al coste medio del saldo. Los menores intereses devengados en los bonos indicados a la inflación también compensaron en parte el año pasado el impacto del mayor coste de las nuevas emisiones. En concreto, desde 2021 el coste medio del saldo aumentó solo en 0,4 pp, alcanzando el 2,3 %.

En ausencia de las medidas de consolidación que requerirá el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas, las proyecciones del Banco de España siguen contemplando para los próximos años una senda moderadamente creciente del coste medio y del nivel de la deuda pública. Así, este coste medio se elevaría en aproximadamente 0,3 pp en los próximos tres años, hasta situarse en el 2,6 % en 2026. A la mayor carga financiera se unirán otras presiones hacia un mayor gasto público, impulsado por factores como el envejecimiento de la población, las necesidades de inversión asociadas al cambio climático, la digitalización y el gasto en defensa. De esta forma, la ratio de deuda pública sobre PIB crecería 0,7 pp hasta 2026, situándose en el 108,4 %.

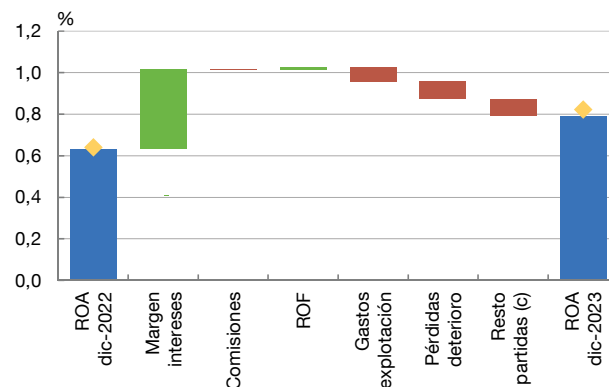
De acuerdo con estas expectativas, sigue vigente el diagnóstico de que el endeudamiento público representa una vulnerabilidad significativa para la economía española. El espacio fiscal reducido puede dificultar la absorción de nuevas perturbaciones sobre nuestra economía, ya sean de naturaleza real o financiera. Y un nivel alto de endeudamiento público puede hacer más sensible el coste de emisión a cambios en los mercados financieros sobre las expectativas de evolución de los tipos de interés oficiales o de la percepción de los riesgos.

Por todo lo anterior, y teniendo también en cuenta la posición cíclica de la economía española, es necesario comenzar en 2024 un proceso de consolidación fiscal. La composición de este ajuste debe ser, además, lo más favorable posible al crecimiento potencial de la economía. En este sentido, el cumplimiento estricto de las nuevas reglas fiscales de la Unión Europea (UE) constituye un buen marco en el que basar dicho proceso.

**Gráfico 7**  
Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas



**Gráfico 8**  
Descomposición de la variación del resultado bancario. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los pagos por intereses son trimestrales y no están ajustados por la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) ni están ajustados de estacionalidad. La renta bruta disponible (RBD) y el excedente bruto de explotación (EBE) son trimestrales y desestacionalizados.
- b El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2023 respecto a diciembre de 2022. Los rombos amarillos muestran el ROA excluyendo el resultado extraordinario en 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 en 2023 (-1,3 mm de euros).
- c Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.

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

Los resultados de las empresas no financieras se estabilizaron en el segundo semestre de 2023, frente a los crecimientos de trimestres previos. Al crecimiento de los mismos durante el año contribuyó tanto la expansión de la facturación como de los márgenes. En relación con los segundos, el mayor crecimiento salarial se vio compensado por la moderación del resto de los costes de producción (energía, otras materias primas, etc.). El avance de los resultados fue generalizado por sectores de actividad.

Las empresas españolas continuaron también durante el último año con un proceso intenso de reducción de su deuda, con caídas interanuales algo superiores al 1 % de la financiación total —préstamos más valores de renta fija e incluyendo crédito exterior— en febrero de 2024. Este descenso ha venido impulsado en parte por la amortización de préstamos en vigor, como los obtenidos durante la pandemia al amparo del programa de avales del Gobierno. La minoración de la deuda y el avance de las rentas permitió situar la ratio de endeudamiento sobre PIB de las empresas no financieras en el 65 % en diciembre de 2023, 6,4 pp por debajo de su nivel a finales de 2022. Esta ratio de endeudamiento no se observaba en España desde 2002 y es casi 3 pp inferior al del promedio de la UEM (véase panel izquierdo del gráfico 7).

A pesar de la evolución positiva de los resultados empresariales y del menor endeudamiento, los mayores tipos de interés continúan presionando al alza el coste medio de la deuda y la

carga financiera de las empresas no financieras. En particular, la ratio de carga financiera (gastos por intereses sobre excedente bruto de explotación) se situaba en diciembre de 2023 en el 16,3 %, 7,3 pp por encima de su nivel un año antes y 9,8 pp superior con respecto a diciembre de 2021 (véase panel derecho del gráfico 7). Por su parte, el porcentaje total de empresas con presión financiera elevada, esto es, que no pudieron cubrir los pagos por intereses de su deuda con sus resultados antes de gastos financieros, se habría elevado moderadamente en el último año de acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España<sup>6</sup>.

El descenso de los tipos de interés de referencia desde finales de 2023 y las expectativas de que este proceso continúe en 2024 podrían conducir a revisiones a la baja del tipo de interés en los préstamos empresariales a tipo variable, que representan en torno al 70 % del total de préstamos a este sector. En todo caso, los tipos de interés permanecerían en 2024 en unos niveles sensiblemente superiores a los vigentes antes del ciclo de endurecimiento monetario, lo que contribuirá a mantener cierto grado de presión financiera.

En el caso de los hogares, el crecimiento del empleo y de los salarios en el segundo semestre de 2023 continuó sosteniendo el aumento de las rentas. En el conjunto del año pasado, la renta bruta disponible (RBD) real por hogar creció en el entorno del 5,5 %, aunque aún se situaba un 1,1 % por debajo del nivel previo a la pandemia. Este aumento de la renta, junto con la reducción de los niveles de deuda del sector, permitió situar la ratio de deuda sobre PIB en el 47 % en diciembre de 2023, unos 5,5 pp por debajo de su nivel en el mismo trimestre de 2022. Esta cifra representa además el nivel más bajo de esta ratio desde 2002 (véase panel izquierdo del gráfico 7), situándose también 4 pp por debajo de la media europea.

A pesar de este desarrollo favorable del nivel de endeudamiento de los hogares, las familias con deuda a tipo variable han seguido experimentando aumentos de los gastos por intereses hasta finales de 2023. No obstante, estos han sido compensados en buena medida por el crecimiento de las rentas, de modo que la ratio agregada de carga financiera de los hogares se habría incrementado solo 1,1 pp en 2023, situándose en un 3,2 % en diciembre de 2023 (véase panel derecho del gráfico 7).

El aumento de las rentas ha contenido también el incremento de la proporción de hogares con una carga financiera bruta elevada —superior al 40 % de la renta del hogar—. De acuerdo con los análisis de simulación del Banco de España<sup>7</sup>, este incremento se habría limitado a 0,7 pp entre 2020 y el tercer trimestre de 2023, lo que situaría al 11,2 % de los hogares endeudados en esta posición financiera vulnerable. El efecto de la inflación sobre el coste de los consumos esenciales —alimentos y energía— habría presionado adicionalmente la capacidad de los hogares para afrontar sus gastos financieros.

<sup>6</sup> Véanse el capítulo 1 de este Informe y el recuadro 2 del “Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.” Banco de España (2024).

<sup>7</sup> Basados en los datos granulares de la Encuesta Financiera de las Familias, cuya última ola corresponde al año 2020. La simulación se apoya en la evolución agregada de los tipos de interés y de la RBD, aplicada sobre estos datos granulares.

Al igual que en el caso de las empresas no financieras, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de política monetaria al coste medio de los saldos vivos de préstamos de los hogares españoles estaba prácticamente completada a finales de 2023. Del mismo modo, la reducción desde octubre de los tipos de interés de referencia y el descenso adicional previsto de acuerdo con las expectativas de los mercados supondrán en 2024 una reducción de los costes por intereses vinculados a estos saldos, en particular en las hipotecas a tipo variable<sup>8</sup>. En cualquier caso, los tipos de interés de referencia se situarán de manera previsible en 2024 significativamente por encima del nivel previo al ciclo de endurecimiento monetario, lo que hará permanecer en un nivel relativamente alto el coste de los hogares para acceder a nuevo crédito o renovar importes vencidos.

Finalmente, el recurso de los hogares a los programas de Códigos de Buenas Prácticas (CBP)<sup>9</sup> permanece limitado, de forma consistente con los elementos de resiliencia financiera de los hogares que se han identificado.

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

Los beneficios del sector bancario español crecieron de forma significativa en 2023, confirmando la evolución favorable observada en el primer semestre del año. En conjunto, 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 12,4 %, respectivamente, 15 puntos básicos (pb) y 230 pb superiores a las registradas en el cierre de 2022.

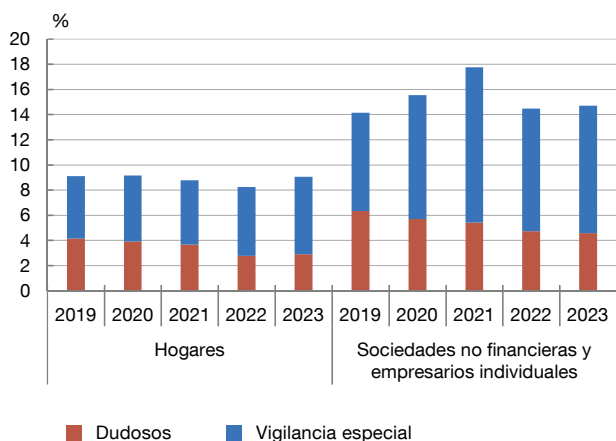
El principal impulso de los resultados bancarios se originó en el crecimiento del margen de intereses (véase gráfico 8), que aumentó un 22,4 % en 2023, apoyado fundamentalmente en los mayores márgenes unitarios. El coste del pasivo de las entidades creció en el último año en 1,4 pp (de los que solo 0,3 pp corresponden al segundo semestre de 2023) y se situó a su cierre en el entorno del 2,6 % a nivel consolidado. No obstante, la traslación del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de activo ha continuado siendo más intensa que a los de pasivo, sosteniendo así el aumento de los márgenes unitarios.

La coyuntura del actual ciclo de subida de tipos de interés limitaría las posibilidades de crecimiento adicional del margen de intereses a través de la traslación de las subidas de los tipos de referencia. De hecho, los datos más recientes muestran un agotamiento de las subidas de tipos de interés en las nuevas operaciones de crédito en España, con leves descensos en algunos segmentos. Además, tanto para los bancos de Estados Unidos como para los europeos, se ha observado una estabilización de la contribución del margen de interés al ROA.

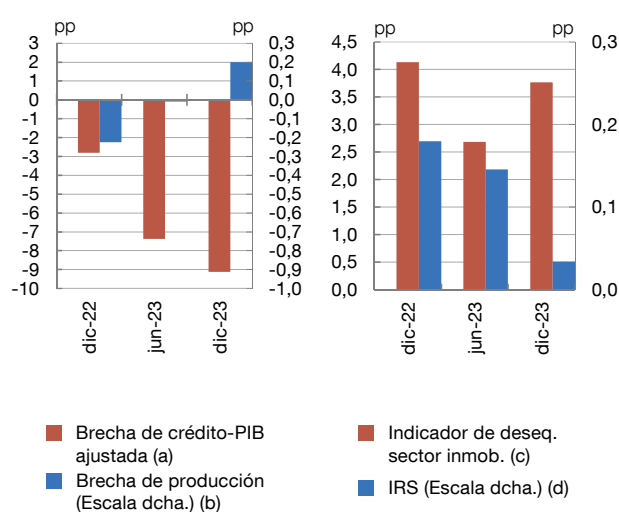
<sup>8</sup> Aproximadamente el 65 % del crédito hipotecario de los hogares a finales de 2023 correspondía a contratos referenciados a un tipo de interés variable.

<sup>9</sup> Véase el [capítulo temático](#) sobre los programas de Códigos de Buenas Prácticas del IEF de primavera de 2023.

**Gráfico 9**  
Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial.  
Diciembre de cada año. Negocios en España. DI



**Gráfico 10**  
Indicadores macroprudenciales



FUENTE: Banco de España.

- a 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.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España.
- c El indicador de desequilibrios del sector inmobiliario representa el valor medio 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.
- d El IRS agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés y pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013.

No obstante, persistiría cierto recorrido al alza en el coste de los depósitos bancarios de los bancos españoles, ya que, a pesar de las expectativas de moderación de los tipos de referencia para 2024, estos continuarían por encima del tipo medio de depósitos. En este contexto, además, puede proseguir la sustitución de depósitos a la vista por plazo, y el trasvase de depósitos bancarios hacia fondos de inversión y deuda pública en busca de una mejor remuneración.

En cualquier caso, los depósitos del sector privado no financiero crecieron el último año cerca del 1,5 % a nivel consolidado y un 0,3 % en el negocio en España. Los bancos españoles mantenían también al final de 2023 una posición de liquidez holgada, con una ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) del 186,3 %, superior en casi 8 pp a la observada al cierre de 2022.

Las comisiones bancarias crecieron de forma mucho más moderada que el margen de intereses, a una tasa interanual del 2,2 %, mientras que otros elementos de la cuenta de resultados mostraron una evolución negativa en 2023, como ya se anticipaba con los datos del primer

semestre. Así, los costes de explotación crecieron en el actual entorno inflacionario y también lo hicieron las dotaciones por deterioros financieros. Entre los impactos negativos se sitúa además el efecto del gravamen extraordinario a la banca en el negocio en España, que representó un 3,9 % del resultado neto consolidado.

Las pérdidas por deterioros financieros aumentaron un 22,9 % interanual a nivel consolidado, y también lo hicieron, aunque en menor medida, en los negocios en España. En estos últimos, el crecimiento de los deterioros no se ha observado más claramente hasta el segundo semestre, en línea con el peor comportamiento de la calidad del crédito en España.

En concreto, la ratio de dudosos del crédito a los hogares en España ha aumentado ligeramente (14 pb) en 2023, hasta situarse en el 2,9 %, y la de crédito en vigilancia especial ha subido desde el 5,5 % hasta el 6,1 % (véase gráfico 9). El mejor comportamiento de la calidad del crédito al sector empresarial no financiero ha permitido mantener en 2023 la ratio de crédito dudoso del sector privado residente en España prácticamente estable en el 3,4 %.

A pesar de la elevada rentabilidad registrada en 2023, el sector bancario no ha registrado un aumento significativo de su solvencia. En particular, la ratio de capital CET1 se mantuvo estable durante el último año, situándose en el 13,2 % en diciembre de 2023, 17 pb por encima de su nivel en 2022. Así, la distancia que separaba al sistema bancario español del promedio de la UE se ha ampliado hasta situarse en 3,3 pp.

Las últimas pruebas de resistencia realizadas al sector bancario español muestran una capacidad agregada elevada de absorción de pérdidas<sup>10</sup>. No obstante, en un entorno donde la incertidumbre permanece alta, sigue vigente la recomendación a las entidades de que dediquen una parte de la mejora presente de su rentabilidad a reforzar, a través de sus políticas de provisiones y capital, su capacidad de absorber pérdidas futuras.

Finalmente, como se ha señalado previamente, persiste un cierto grado de preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades de algunos intermediarios financieros no bancarios (IFNB) (por ejemplo, fondos de inversión abiertos), en relación con sus posiciones de liquidez ajustadas y su alto apalancamiento. La expansión del sector IFNB hace que este tenga una importancia creciente para monitorizar la estabilidad financiera.

## **Evolución del mercado inmobiliario**

La pauta de aceleración del precio de la vivienda observada durante los tres primeros trimestres de 2023 revirtió moderadamente en los últimos meses del año. Como resultado de

<sup>10</sup> Las últimas pruebas de resistencia realizadas muestran una capacidad de resistencia agregada adecuada del sector bancario español, pero también una reducción en escenarios adversos de su ratio de solvencia CET1 superior a 2 pp. Véase el [capítulo 2](#) y [recuadro 2.1](#) del IEF de otoño de 2023 para un resumen de los resultados de los bancos españoles en las pruebas FLESB (Forward Looking Exercise on Spanish Banks) del Banco de España y en las pruebas de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) de 2023.



estos movimientos, la tasa interanual de crecimiento del precio de la vivienda en el cuarto trimestre fue del 4,2 %, 0,6 pp superior a la media de los dos primeros trimestres del año, pero 0,3 pp por debajo de la cifra de tres meses antes. Por su parte, el promedio de los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda aumentó ligeramente en la segunda mitad de 2023, por lo que se sigue situando en niveles positivos pero cercanos al nivel neutral.

Las operaciones de compraventa de vivienda repuntaron ligeramente en la parte final de 2023 con un crecimiento intertrimestral desestacionalizado algo superior al 3 % en el cuarto trimestre de 2023, interrumpiendo la tendencia descendente que se había observado previamente. En el conjunto de 2023, su descenso acumulado con respecto a 2022 alcanzó el 11 %, si bien se situaron un 12 % por encima de su nivel anterior a la pandemia. El flujo de crédito nuevo ha seguido una evolución comparable al de las transacciones, con marcados descensos en el año, pero observándose un freno de los mismos en el último trimestre de 2023. De confirmarse este mejor tono de los indicadores de actividad, podría observarse un reflejo en los precios de la vivienda en los próximos trimestres.

El sector inmobiliario comercial mantiene un tono relativamente débil, tanto en la evolución de precios como de transacciones, pero sin que se hayan observado correcciones abruptas durante 2023.

A pesar de la estabilización de la tendencia contractiva observada en el mercado de la vivienda en los primeros trimestres de 2023, es aconsejable reforzar la monitorización de las exposiciones inmobiliarias del sector bancario, con el fin de mejorar la capacidad de detectar la posible acumulación de riesgos y medir mejor el impacto de su potencial materialización. El presente informe analiza la capacidad de pago de la deuda bancaria de las empresas dedicadas a la construcción y las actividades inmobiliarias, así como el impacto en la solvencia de los bancos de la materialización de riesgos en el conjunto del sector inmobiliario. La progresiva reducción de las exposiciones inmobiliarias de los bancos españoles desde la crisis financiera global limita el impacto estimado sobre ellos de las perturbaciones inmobiliarias, pero este sigue siendo un canal cuyo análisis resulta relevante dentro de las tareas supervisoras.

Por todo lo anterior, y teniendo en cuenta también la ausencia de signos de relajación en los estándares de concesión de créditos hipotecarios, se mantiene al sector inmobiliario fuera de la lista de vulnerabilidades, pero será necesario analizar con cuidado una potencial reversión de este mercado a tendencias con mayor acumulación de riesgos.

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

La brecha de crédito-PIB ha ralentizado su evolución descendente, conforme la prolongación del desapalancamiento del sector bancario se traslada a una menor estimación de su tendencia a largo plazo. Así, esta brecha se ha reducido en el segundo semestre de 2023, aunque en menor medida que en la primera parte del año pasado y se mantiene

significativamente por debajo de cero, ante la bajada adicional del saldo de crédito y la expansión del producto nominal. Por su parte, la brecha de producción se sitúa en un nivel neutral y los indicadores contemporáneos de los mercados financieros no muestran señales de tensión.

En conjunto, desde la publicación del último IEF, la evolución de los distintos indicadores macrofinancieros se ha orientado hacia una posición todavía contractiva en el caso del crédito, neutra en el caso del producto, y algo más expansiva en el mercado inmobiliario o los mercados financieros mayoristas (véase gráfico 10).

En este contexto, el colchón de capital anticíclico se mantiene actualmente en el 0 % y no se ha producido la activación de otras medidas macroprudenciales cíclicas.