

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

A pesar de las tensiones geopolíticas y del tono restrictivo de las políticas monetarias, las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado algo al alza desde el otoño debido a la incidencia, sobre todo, de algunas sorpresas positivas en Estados Unidos. En todo caso, se anticipa una moderada desaceleración respecto al año pasado. Además, algunas regiones, en particular el área del euro, han mostrado mayor debilidad y sus perspectivas se han deteriorado.

Los principales focos de incertidumbre están relacionados con el curso de las tensiones geopolíticas, el ajuste del mercado inmobiliario en China y, en general, el comportamiento de esta economía, y la evolución de las condiciones financieras en Estados Unidos en un contexto en el que su mercado laboral se muestra todavía robusto. En los mercados emergentes, los principales riesgos para la estabilidad financiera provienen del entorno exterior, y se mantienen elementos de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

La economía española ha mostrado un crecimiento robusto en 2023, que ha llevado a una revisión al alza de las perspectivas para 2024, si bien se anticipa una desaceleración gradual. En cualquier caso, las proyecciones siguen sujetas a una incertidumbre elevada y con riesgos a la baja para la actividad, relacionados con el desempeño de la economía mundial y las ya mencionadas tensiones geopolíticas.

Durante los últimos seis meses las expectativas en los mercados financieros de cambios en la dirección de las políticas monetarias en las economías avanzadas han dado lugar a una reducción de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo, contribuyendo a la revalorización de los activos financieros. Las primas de riesgo también han descendido en algunas categorías de activos y permanecen, de forma general, en niveles históricamente reducidos. Sea como fuere, las expectativas de tipos de interés se han corregido al alza desde principios de año, especialmente en Estados Unidos, donde los mercados esperan recortes de tipos de interés oficiales en 2024 algo menores a lo que anticipaban hace seis meses.

Los precios en el mercado inmobiliario residencial español mostraron una cierta ralentización a finales del año pasado, pero persisten presiones de demanda por el aumento del número de hogares, la entrada de compradores extranjeros y el repunte del turismo. En el sector inmobiliario comercial los precios se han mantenido estables, salvo en zonas *prime*, donde han descendido.

Tanto los hogares como las empresas no financieras han seguido afrontando gastos crecientes por intereses, pero la resiliencia del empleo y la mejora de las rentas y de los beneficios

siguen mitigando la materialización de riesgos financieros. En ambos sectores prosigue un proceso intenso de desendeudamiento.

El crecimiento nominal de la economía también ha permitido una reducción del déficit público y de los desequilibrios externos. Sin embargo, el endeudamiento público sigue siendo elevado, al igual que el nivel del déficit público estructural, y constituyen elementos de vulnerabilidad en un contexto de presiones crecientes sobre el gasto público, procedentes no solo del entorno de mayores tipos de interés sino también de fenómenos estructurales como el envejecimiento de la población, el cambio climático o los mayores gastos en defensa por las tensiones geopolíticas.

## 1.1 Entorno macroeconómico

### 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

**El crecimiento de la actividad económica mundial mostró un dinamismo mayor de lo esperado en la parte final de 2023 y principios de 2024.** En este período, las sorpresas positivas se concentraron en Estados Unidos, China y en algunas economías emergentes (véase gráfico 1.1.a). Esta mejora de la actividad se explica en gran medida por la paulatina desaparición de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y la reducción de los precios de las materias primas energéticas. Estos desarrollos, junto con la fortaleza del empleo, la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, el mantenimiento de medidas fiscales de apoyo y, en algunos casos, el uso del colchón de ahorro acumulado durante la pandemia, explican que el consumo privado se haya mostrado robusto a escala global. Las perspectivas de crecimiento para 2024 se han revisado algo al alza en los últimos meses, si bien siguen anticipando una moderada desaceleración respecto al año pasado.

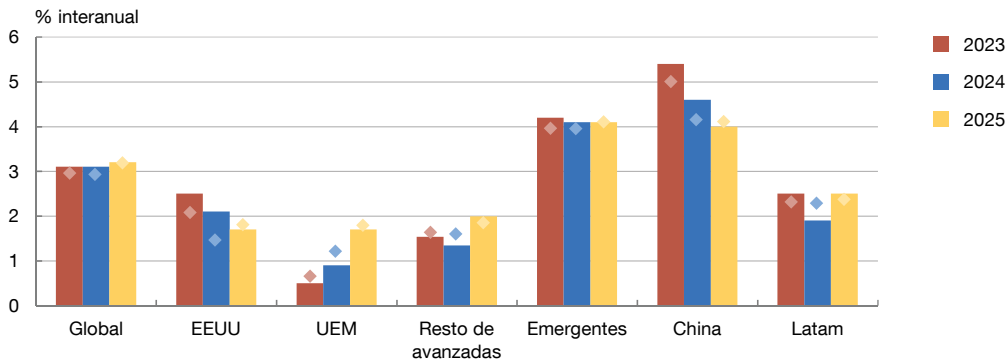
**En el área del euro, la evolución reciente de los indicadores de actividad prolonga el tono de debilidad observado en la segunda mitad de 2023.** Durante dicho período, el dinamismo de la actividad se vio lastrado por los efectos desfasados de los elevados precios energéticos y el endurecimiento de las condiciones financieras, que afectó especialmente al sector manufacturero. Las perspectivas económicas del área apuntan a una recuperación lenta y gradual, impulsada por la mejora paulatina de la confianza de los agentes y de la renta real disponible. Con todo, es previsible que el crecimiento se mantenga en tasas muy moderadas, tanto en el corto como en el medio plazo.

**La evolución de la inflación global ha sido descendente en el período reciente.** La caída de las tasas de inflación general, en un contexto de políticas monetarias restrictivas, se ha visto acentuada por la reducción del precio de la energía en los últimos meses, al tiempo que la inflación subyacente, más persistente, muestra signos claros de contención (véase gráfico 1.1.b). La ausencia de efectos de segunda vuelta significativos ha permitido que las expectativas de inflación se hayan mantenido ancladas. De cara al futuro, se espera que las tendencias recientes se prolonguen durante los próximos trimestres. Sin embargo, la continuidad del proceso de reducción de la inflación en curso no está exenta de riesgos, en particular los

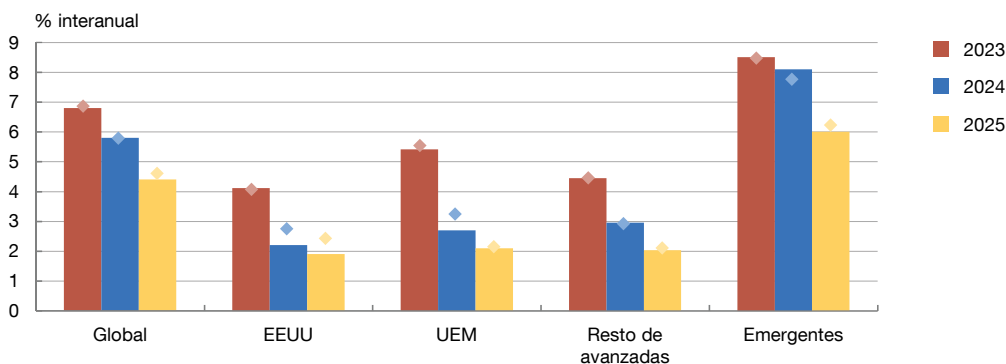
Gráfico 1.1

### Las previsiones para la economía mundial contemplan la estabilización del crecimiento en un contexto de desinflación global

#### 1.1.a Previsiones de crecimiento del PIB (a)



#### 1.1.b Previsiones de inflación (a)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a 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.

derivados de un potencial deterioro de la situación geopolítica que condujera a repuntes en los precios de las materias primas o la reaparición de los cuellos de botella.

**El balance de riesgos para la actividad económica mundial estaría ahora más equilibrado, pero persisten factores que lo orientan a la baja.** Entre ellos, se mantienen los derivados de las tensiones geopolíticas, que se han intensificado en los últimos meses como consecuencia del conflicto en Oriente Medio y los ataques en el mar Rojo, cuya duración y alcance resultan aún inciertos. Su materialización podría dar lugar a un incremento de los precios de las materias primas y de los costes de transporte, un deterioro de los cuellos de botella y una mayor fragmentación comercial y financiera, con efectos adversos sobre la actividad y la inflación globales. Los distintos procesos electorales relevantes en 2024 implican una cierta dificultad adicional para predecir la evolución de este contexto geopolítico. El recuadro 1.1 analiza en más detalle la evolución de los indicadores de incertidumbre y su posible impacto económico.

**Los riesgos asociados de la evolución del mercado inmobiliario en China, en fuerte contracción, siguen siendo relevantes.** A ello apunta por ejemplo la liquidación a finales de enero del promotor inmobiliario Evergrande, aunque no se han registrado de momento episodios de contagio significativo a otros promotores. Una desaceleración abrupta de China supondría un riesgo a la baja para el crecimiento de las principales economías mundiales, que se verían afectadas a través del canal comercial y del aumento de la incertidumbre, con potenciales efectos en los mercados financieros globales, y también a la baja para la inflación, por la menor demanda de materias primas y de bienes industriales<sup>1</sup>. El deterioro de las perspectivas de *ratings* de distintas agencias subraya la preocupación actual por la evolución de la economía China.

**Las condiciones financieras globales podrían también verse tensionadas por incrementos en los tipos de interés de largo plazo.** Esto podría ser consecuencia en particular del deterioro de las perspectivas fiscales en algunas economías sistémicas, como Estados Unidos, o del incremento del riesgo del sector inmobiliario comercial en algunas economías avanzadas.

**Las economías emergentes han mostrado, en general, una resiliencia mayor de la esperada.** La reducción de la inflación hacia tasas más cercanas a los objetivos de los bancos centrales ha permitido iniciar el ciclo de relajación monetaria en la mayoría de estos países (véase gráfico 1.2.a). Se espera que esta tendencia se prolongue en los próximos trimestres y que se extienda a otros bancos centrales, con excepciones notables como en el caso de Turquía y Argentina, que se enfrentan todavía a presiones inflacionistas significativas.

**Los mercados financieros emergentes registraron también un comportamiento relativamente favorable en los últimos seis meses.** En términos generales, el comportamiento de los mercados latinoamericanos siguió siendo mejor que el de otras regiones emergentes (véase gráfico 1.2.b), gracias a la mayor rentabilidad de las operaciones de *carry trade*<sup>2</sup> y a su mayor distancia de las zonas que protagonizan los actuales conflictos geopolíticos globales.

**Los principales riesgos para la estabilidad financiera en las economías emergentes provienen del entorno exterior.** Así, una política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos podría dar lugar a salidas de capitales, depreciaciones de sus tipos de cambio y aumentos de las primas de riesgo. Igualmente, un crecimiento menor de lo esperado en China reduciría su demanda externa, lo que supondría un menor precio para las materias primas de aquellas economías exportadoras de estos productos.

**En el ámbito doméstico, los riesgos más importantes para estas economías están relacionados con una mayor persistencia de la inflación y con las vulnerabilidades fiscales en algunos países.** En algunas de ellas subsisten también riesgos idiosincrásicos

---

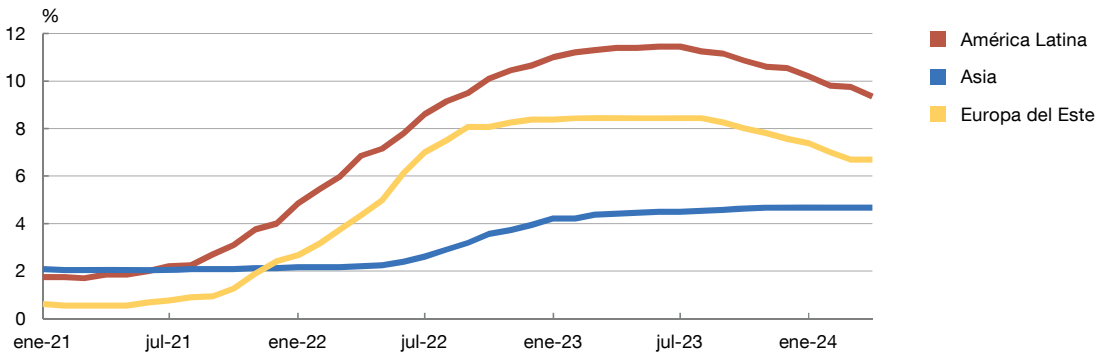
1 Véase Irma Alonso, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). «Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06.

2 Estrategia en la que un inversor se endeuda en una divisa con tipos de interés más reducidos e invierte en un activo financiero de una divisa con tipos de interés más elevados, en este caso las economías latinoamericanas. Esta estrategia supone asumir, entre otros, riesgos de tipo de cambio.

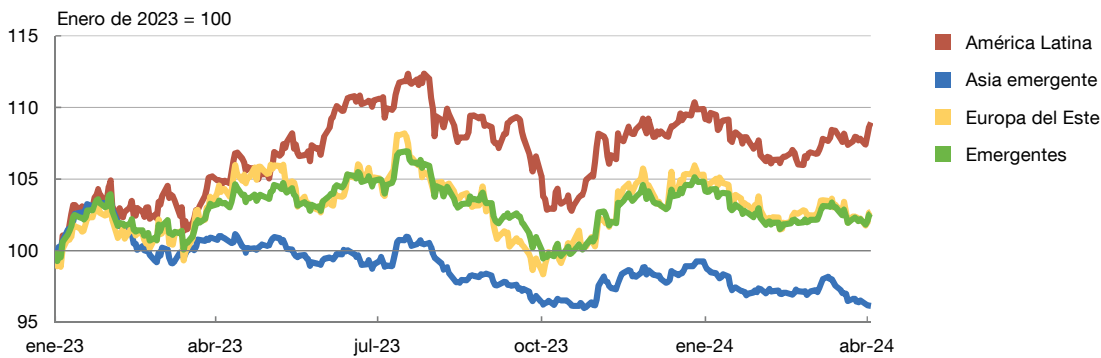
Gráfico 1.2

**El inicio del ciclo de relajación monetaria en algunas economías emergentes no se ha traducido de momento en una depreciación marcada de sus monedas**

1.2.a Tipos de interés oficiales en economías emergentes (a)



1.2.b Tipos de cambio frente al dólar (a) (b)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a América Latina es una media de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú. Asia emergente es una media de Corea, Filipinas, India, Indonesia y Tailandia. Europa del Este es una media de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía en el gráfico 1.2.a, y también incluye a Bulgaria en el 1.2.b. El agregado de emergentes es una media de las regiones representadas.
- b Un aumento indica apreciación frente al dólar. Media de las tres regiones representadas.

derivados de tensiones políticas internas e incertidumbre sobre las políticas económicas, en un contexto que vendrá marcado por las numerosas elecciones que se celebrarán durante 2024. A continuación, se repasan brevemente las principales vulnerabilidades de las tres economías emergentes con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones más significativas.

**En México, la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados.** Aunque la economía ha mostrado signos de desaceleración en el último trimestre de 2023, se estima que la brecha de producción seguiría en territorio claramente positivo<sup>3</sup>. Esto sería coherente con la cautela del Banco de México a la hora de iniciar el proceso de relajación monetaria, que lo ha hecho

<sup>3</sup> Véase ficha 2 del *Informe de Economía Latinoamericana*, 2.º semestre 2023, p. 6.

de forma más tardía (con una primera reducción de los tipos de interés oficiales de 25 pb en su reunión de marzo) que otros bancos centrales de la región con objetivo de inflación. Por su parte, el crédito bancario ha seguido acelerándose, en particular el dedicado al consumo, si bien los bancos que operan en el país mantienen niveles de capital y liquidez adecuados.

**En Brasil, la actividad se desaceleró notablemente en la segunda mitad del año como resultado de la debilidad de la inversión.** La inflación se mantiene por encima del objetivo del Banco Central de Brasil, pero se observan factores de contención en los precios de ciertos servicios (educación y salud) y en los precios de la energía. Con todo, el Banco Central ha continuado reduciendo el tipo de interés oficial, si bien la política monetaria se mantiene en terreno restrictivo, contribuyendo a la desaceleración del crédito bancario. El endeudamiento público del país es muy elevado, habiéndose situado ligeramente por debajo del 90 % del PIB en 2023 de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Su reducción exigiría una aplicación estricta de la nueva regla fiscal aprobada recientemente<sup>4</sup>.

**En Turquía, se observan ciertos signos de estabilización desde mediados de 2023.** El Banco Central de la República de Turquía ha llevado a cabo nueve subidas consecutivas del tipo de interés de referencia por un total acumulado de 41,5 puntos porcentuales (pp), la última de ellas en marzo, del 45 % al 50 %, situándose por encima de las expectativas de mercado previas. Por otra parte, ha ampliado el corredor monetario y señalado que llevaría a cabo nuevas subidas si fuera necesario. Las perspectivas de inflación de este país se han ido reduciendo, si bien la tasa interanual repuntó ese mismo mes hasta el 68,5 %. Además, el Banco Central está permitiendo un ajuste gradual y continuado del tipo de cambio de la lira, al tiempo que ha avanzado en la simplificación regulatoria e introducido medidas para controlar el crecimiento del crédito. Por su parte, el Gobierno ha aprobado subidas impositivas con el objetivo de reducir el déficit público. El avance gradual en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos, consecuencia de los cambios en las prioridades de las políticas económicas, ha permitido que los indicadores de riesgo país (por ejemplo, los diferenciales soberanos y los CDS soberanos a 5 años) hayan mejorado significativamente desde la publicación del último IEF.

### 1.1.2 España

**La economía española habría moderado su ritmo de avance en los inicios de 2024, tras la sorpresa positiva de finales de 2023.** El PIB de la economía española creció un 0,6 % en el último trimestre del año, 0,2 pp más que en el trimestre precedente y por encima del 0,3 %<sup>5</sup> previsto en el ejercicio de proyecciones de diciembre del Banco de España. La información

4 Véanse fichas 18 a 21 del *Informe de Economía Latinoamericana*, 2.º semestre 2023, pp. 22-25.

5 Además, desde la publicación de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del Banco de España hasta la publicación por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE) el pasado 26 de marzo de los datos revisados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al año 2023, los aumentos del PIB en el segundo y tercer trimestre de aquel año se revisaron al alza en 0,1 pp en cada uno de ellos, lo que más que compensó la ligera revisión a la baja del primer trimestre. En el conjunto de 2023, el PIB creció un 2,5 % (5,8 % en 2022).



más reciente apunta a un crecimiento de la actividad en el primer trimestre de 2024 del 0,4 %, algo inferior al experimentado tres meses antes<sup>6</sup>.

**El comportamiento favorable de la actividad en España en 2023 ha venido apoyado por distintos factores, entre los que destaca la resiliencia del consumo privado.** Este último avanzó, a pesar del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación, ya que el impacto negativo de estas se ha visto mitigado en parte por la mejora de la renta real de los hogares, propiciada por la moderación de la inflación a lo largo del año, el comportamiento vigoroso del empleo y el crecimiento de los salarios. Se ha observado también una mejora de las exportaciones, impulsadas por el componente de servicios, a pesar del contexto de incertidumbre global y de debilidad de la demanda de varios de nuestros principales socios comerciales<sup>7</sup>. En sentido contrario, la inversión mostró un comportamiento negativo, especialmente por parte de los agentes privados. La política fiscal habría tenido una orientación ligeramente contractiva en 2023, en un contexto de notable crecimiento tanto del consumo<sup>8</sup> como de los ingresos públicos.

**Más allá del primer trimestre, se prevén tasas de avance del PIB relativamente estables y por encima de las del área del euro.** Estas irán convergiendo, a lo largo del horizonte de proyección, hacia aquellas coherentes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española. En términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se reducirá desde el 2,5 % en 2023 hasta el 1,9 % en 2024, cifra en la que se mantendrá en 2025, antes de descender levemente hasta el 1,7 % en 2026 (véase gráfico 1.3.a).

**El aumento del PIB se verá apoyado durante los próximos trimestres por distintos factores.** Entre ellos, la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, el crecimiento poblacional previsto, la reactivación paulatina de la economía europea y global y el mayor despliegue de los fondos NGEU.

**No obstante, se prevé que algunos de los factores que explican la fortaleza relativa de la economía española durante 2023 pierdan fuerza a lo largo de 2024.** Se anticipa, así, el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento — como la existencia de una importante demanda embalsada de determinados bienes y servicios o la intensa corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022—. Además, la persistencia de considerables tensiones geopolíticas puede incidir negativamente sobre el ritmo de avance futuro de la actividad.

---

6 Para mayor detalle, se pueden consultar las «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)» (en «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2024», *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, pp. 29-42). Estas proyecciones se publicaron el pasado 12 de marzo, antes de la revisión de las series de la CNTR correspondientes al año 2023 publicadas por el INE el pasado 26 de marzo. Dicha revisión no supone cambios reseñables sobre la serie del PIB disponible en el momento de la elaboración de aquellas proyecciones.

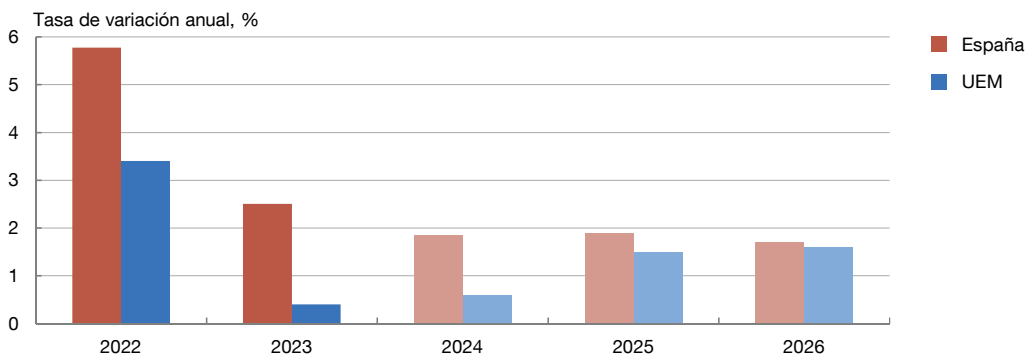
7 Véanse fichas 3 y 6 de «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, pp. 10 y 13.

8 Véanse ficha 16 de «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, p. 23.

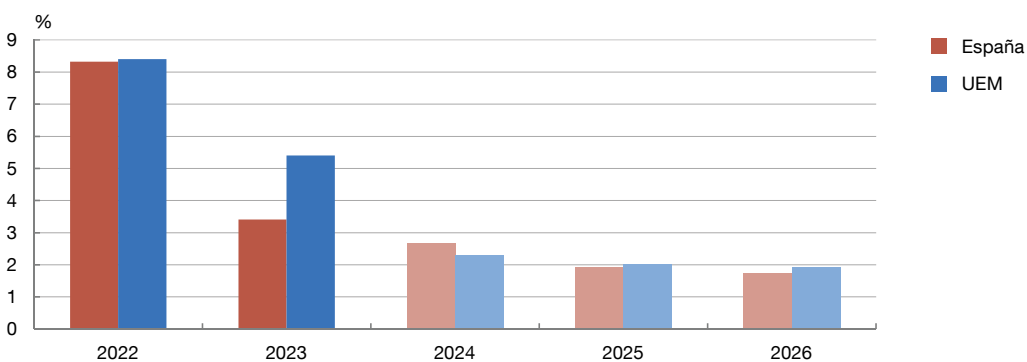
Gráfico 1.3

**Las previsiones contemplan que la economía española modere su crecimiento en 2024, aunque manteniéndose por encima del correspondiente a la UEM, y que continúe el descenso gradual de la inflación**

### 1.3.a PIB real de España y de la UEM (a)



### 1.3.b Inflación de España y de la UEM (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Las barras con colores degradados corresponden a las proyecciones macroeconómicas del Banco de España y del BCE de marzo de 2024 relativas al período 2024-2026. En el caso de la inflación, esta se calcula como la tasa de variación anual media del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA).

**Las previsiones contemplan una continuación de la tendencia de reducción de la inflación en España.** Tras un ligero repunte en marzo, explicado en parte por la reversión parcial de las medidas destinadas a paliar los efectos de la crisis energética, en los próximos meses se espera que la inflación retome una senda descendente (véase gráfico 1.3.b), reflejando una moderación gradual del ritmo de avance de los precios de los alimentos y de la inflación subyacente, que más que compensará el repunte que mostrará la contribución del componente energético.

**Las perspectivas de la economía española en el escenario central siguen sujetas a una incertidumbre elevada bajo la que predominan los riesgos a la baja sobre la actividad.** En el caso de la inflación, los riesgos están más equilibrados, siendo el principal riesgo a la baja el de una moderación de la actividad más intensa de la prevista. Los principales riesgos a la baja para la actividad proceden del entorno exterior. Como se ha señalado en la sección 1.1.1., la escalada de varios conflictos geopolíticos globales podría afectar negativamente a la

actividad y generar mayores presiones inflacionistas, deteriorando la confianza de los agentes y de las expectativas económicas. En el ámbito interno, resulta relevante la reactivación de las reglas fiscales a nivel europeo —suspendidas desde el comienzo de la pandemia—. Su cumplimiento requeriría la implementación de una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo, como se expone en el recuadro 1.2, lo que permitiría reducir el déficit público estructural de forma más intensa que la contemplada en estas proyecciones. Ello conllevaría, previsiblemente, un menor dinamismo de la actividad en el corto plazo. El impacto económico dependerá, en todo caso, del diseño de las medidas de consolidación.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 Mercados financieros<sup>9</sup>

#### *Mercado interbancario*

**Las rentabilidades en los mercados interbancarios han descendido en los últimos seis meses ante las expectativas de reducciones de los tipos de interés oficiales.** A lo largo de este período, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han ido deteniendo las subidas de los tipos de interés oficiales, manteniéndolos en niveles restrictivos. Durante los últimos meses de 2023, los mercados revisaron intensamente a la baja la senda futura esperada de estos tipos de interés oficiales, tanto en Estados Unidos como en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, las expectativas se han corregido al alza desde principios de 2024 ante el tono de las comunicaciones de los bancos centrales y las sorpresas positivas de algunos datos económicos. A fecha de cierre de este informe, tras este movimiento de ida y vuelta, los mercados esperan recortes de tipos oficiales en 2024 algo menores a lo que anticipaban hace seis meses en Estados Unidos y ligeramente superiores en la UEM. Por su parte, con respecto a la fecha de cierre del anterior IEF, el euríbor a doce meses ha descendido en 49 puntos básicos (pb), situándose a principios de abril en el 3,7 % (véase gráfico 1.4.a).

#### *Deuda soberana y corporativa*

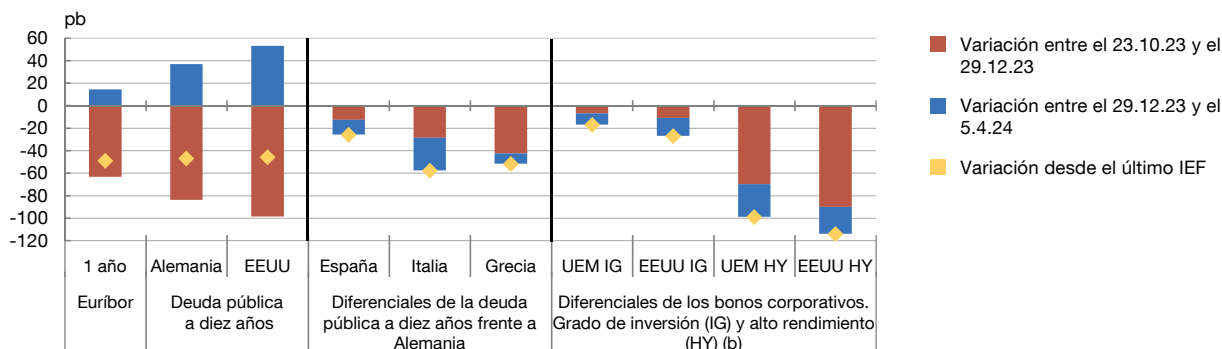
**Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia también han registrado descensos, con un comportamiento diferenciado desde el pasado otoño.** No obstante, desde principios de 2024, se observa una corrección al alza de las reducciones anteriores, en línea con la revisión de la senda esperada de tipos de interés oficiales. En el conjunto de los últimos seis meses, el descenso de los tipos de interés a largo plazo reflejaría tanto la revisión de las expectativas de política monetaria como una menor prima por plazo. En la fecha de cierre de este informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años

<sup>9</sup> Cierre de datos: 5 de abril de 2024.

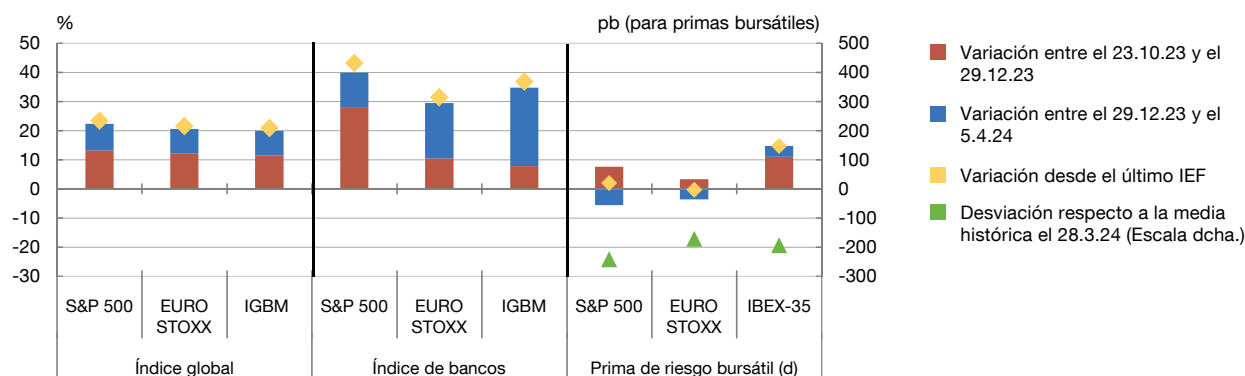
Gráfico 1.4

**Descensos en las rentabilidades de los activos de renta fija y revalorización de las acciones ante las expectativas de menores tipos de interés oficiales, si bien se han corregido parcialmente al alza desde principios de 2024**

1.4.a Euríbor y rentabilidades de la deuda (a)



1.4.b Índices bursátiles y prima de riesgo bursátil (a) (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a La fecha de cierre del pasado IEF es el 23.10.23. La fecha de cierre del actual es el 5.4.24.
- b Diferenciales respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch.
- c La variación de la prima de riesgo bursátil se muestra en la escala de la derecha y utiliza datos semanales.
- 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). «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 Ibx-35.

de Estados Unidos y de Alemania se situaban en el 4,4 % y en el 2,4 %, respectivamente, lo que supone una caída de 47 y 46 pb en comparación con la fecha de cierre del IEF anterior.

**Asimismo, los diferenciales soberanos en las principales economías del área del euro se han contraído.** La reducción de los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo, al impactar positivamente sobre la sostenibilidad de la deuda, habría favorecido el descenso de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas en el área del euro frente a la referencia alemana, especialmente en aquellos países con más endeudamiento público. Así, los descensos en las primas de riesgo soberanas han sido especialmente acusados en Italia y Grecia, con unas caídas acumuladas de 58 y 52 pb, respectivamente, desde la fecha de cierre del IEF anterior. Esta disminución también se habría visto apoyada por las mejoras de

las calificaciones crediticias de las deudas públicas en estos países<sup>10</sup> así como por factores específicos relacionados con el bono alemán<sup>11</sup>. Por su parte, el diferencial de rentabilidad de España frente a Alemania se redujo en 26 pb durante el mismo período, hasta situarse en los 84 pb.

**Las primas de riesgo de crédito de los bonos emitidos por las sociedades no financieras (SNF) también han descendido, al tiempo que se ha recuperado la captación de fondos por esta vía.** Los diferenciales corporativos respecto de la curva *swap* en el área del euro y en Estados Unidos se han reducido desde finales de octubre, en línea con la caída de los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo. La caída ha sido especialmente acusada en el segmento de alto rendimiento en ambas jurisdicciones. Los volúmenes emitidos en estos mercados en 2023 fueron superiores a los de 2022, tanto en los segmentos de grado de inversión como de alto rendimiento, y en lo transcurrido de 2024 se mantienen robustos.

### *Renta variable y tipo de cambio*

**Los principales índices bursátiles han registrado intensas revalorizaciones desde la fecha de cierre del último IEF.** Estos avances se han visto impulsados por el descenso de los tipos de interés a largo plazo y por una evolución favorable de los resultados empresariales, especialmente en Estados Unidos, así como por datos macroeconómicos positivos. Así, desde la fecha de cierre del pasado IEF, el índice S&P 500 se ha revalorizado un 23,4 % y el EURO STOXX un 21,5 %, situándose en ambos casos en zona de máximos históricos (véase gráfico 1.4.b). La bolsa china ha registrado una revalorización menos acusada, condicionada por las señales de debilidad económica del país. Por sectores, las ganancias han sido generalizadas, si bien los valores cíclicos —más vinculados a la situación del consumo, en particular, el sector tecnológico y los más ligados a la inteligencia artificial— han mostrado un comportamiento especialmente positivo. En el conjunto de 2023, las revalorizaciones bursátiles también fueron significativas. Por ejemplo, en el caso de España el IBEX-35 aumentó su valor en un 22,8 % en este período.

**El comportamiento de las cotizaciones del sector bancario ha sido también muy favorable.** Esto ha permitido al índice bancario de Estados Unidos y al del EURO STOXX superar los niveles previos al episodio de turbulencias de marzo de 2023. En cualquier caso, la cotización de los bancos regionales estadounidenses, aunque también se ha revalorizado, se ha mantenido por debajo de los valores que registraba en marzo de 2023 y ha experimentado, incluso en meses recientes, episodios puntuales de tensión asociados a entidades específicas. Por su parte, el sector bancario español también ha registrado revalorizaciones destacadas,

10 A principios de diciembre, Fitch estableció la calificación de grado de inversión para la deuda soberana griega y Moody's elevó la perspectiva de la calificación de la deuda soberana italiana de «negativa» a «estable» el 17 de noviembre.

11 La rentabilidad de la deuda soberana alemana a diez años se ha reducido desde el último IEF, pero en menor medida que los tipos libres de riesgo, aproximados por las tasas OIS (*overnight index swaps*). Esto sería resultado de la menor escasez de estos bonos para su uso como activos de garantía, lo que se ha reflejado en una prima de riesgo menos negativa con respecto a estas tasas OIS.

aumentando el índice bancario del IBEX-35 un 27,8% en el conjunto de 2023 y un 27% adicional en la parte transcurrida de 2024.

**En el mercado de divisas, el dólar ha experimentado una depreciación frente al euro y la libra en el conjunto del período.** Esta evolución se habría visto inicialmente apoyada por el cambio en las perspectivas de la política monetaria de Estados Unidos y el mayor apetito por el riesgo de los inversores. No obstante, desde principios de 2024 la depreciación del dólar se ha corregido parcialmente, apoyada, en parte, en una economía más resiliente de lo anticipado en Estados Unidos.

### *Riesgos para la estabilidad financiera*

**La materialización de determinados riesgos podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo.** Un escenario con una inflación más persistente de lo esperado podría reevaluar al alza las expectativas sobre el nivel futuro de los tipos de interés oficiales, aumentar las rentabilidades a largo plazo y afectar negativamente a la valoración de los activos con riesgo, como las acciones o los bonos corporativos. El precio de los activos con riesgo también podría descender si se produjera un crecimiento económico global menor de lo anticipado, debido al impacto negativo que ello tendría sobre los beneficios esperados de las empresas y al aumento de las primas de riesgo.

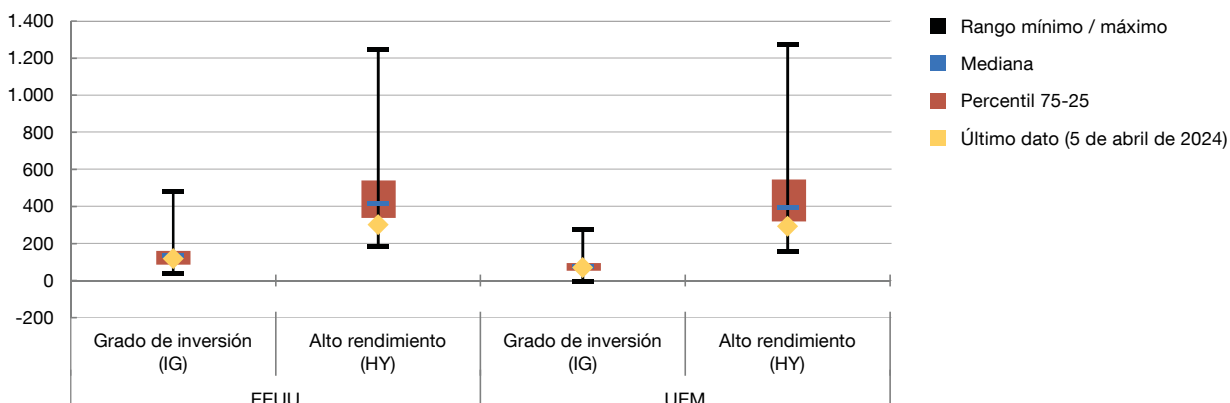
**La alta valoración actual de algunos activos con riesgo aumenta la probabilidad de que se desencadenen correcciones.** Pese al contexto de elevadas tensiones geopolíticas y de unas expectativas moderadas de crecimiento económico a nivel global, la volatilidad de los precios en los mercados de renta variable registra niveles muy reducidos desde una perspectiva histórica. Asimismo, los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento han descendido significativamente desde la fecha de cierre del pasado IEF (véase gráfico 1.4.a) y se encuentran en niveles reducidos, en comparación con la mediana histórica, en la UEM y en Estados Unidos (véase gráfico 1.5.a). En los mercados bursátiles, el precio de las acciones en relación con algunos de sus determinantes se sitúa por encima del percentil 75 de la distribución histórica en el mercado estadounidense, mientras que en la UEM y en España registran valores más próximos a su mediana (véase gráfico 1.5.b). Por su parte, las primas bursátiles, calculadas mediante un modelo de descuento de dividendos, se situarían muy por debajo de la media histórica en las tres áreas geográficas (véase gráfico 1.4.b).

**Las correcciones en los precios de algunos activos financieros podrían amplificarse si se materializan en un contexto de tensiones de liquidez.** La posibilidad de que se produzcan ventas aceleradas por parte de algunos intermediarios, como los fondos de inversión internacionales de carácter abierto con unas posiciones poco líquidas o con un elevado grado de apalancamiento, podría desencadenar movimientos abruptos en los precios de algunos activos.

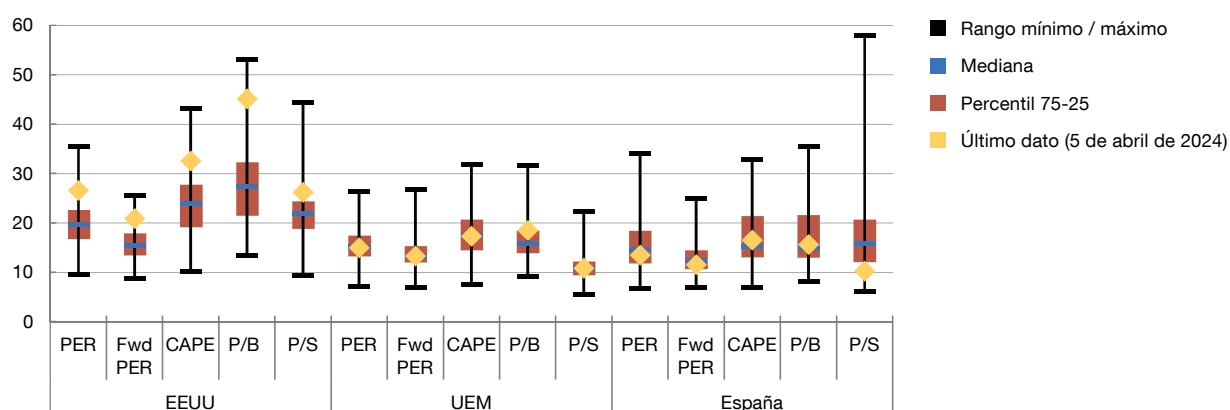
Gráfico 1.5

**Las primas de riesgo corporativas de alto rendimiento se sitúan en niveles reducidos y los precios de las acciones respecto a sus determinantes registran cotas históricamente elevadas en Estados Unidos**

1.5.a Diferenciales de los bonos corporativos (a)



1.5.b Ratios de valoración de los mercados bursátiles (b)



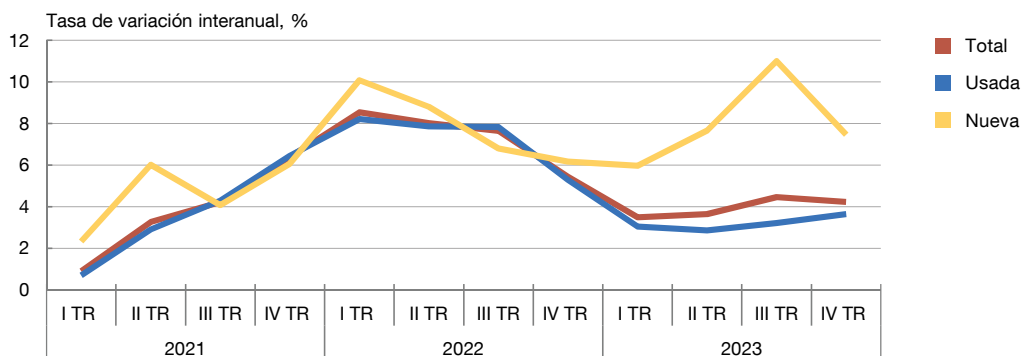
FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a** Diferenciales corporativos respecto a la curva *swap* de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos mensuales de las series desde 1998.
- b** A partir de datos mensuales de las series de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y EEUU y desde 1987 para España. Muestra algo más reducida para el CAPE de España y el Fwd PER de la UEM. Ratios facilitados por Datastream, salvo la ratio CAPE (*Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio*) que se calcula como el valor del índice bursátil en términos reales (con IPC) sobre una media móvil de diez años de los beneficios de las empresas que cotizan en el índice en términos reales. Las ratios de *Price Earnings Ratio* (PER) y *Forward* a 1 año del PER (Fwd PER) recogen la relación entre precio de las acciones y los beneficios por acción (observados o esperados). Las ratios *Price-to-book* (P/B) y *Price-to-sales* (P/S) recogen la capitalización bursátil de las empresas sobre su valor en libro (P/B) o ventas (P/S) y se han multiplicado por 10 para su representación en este gráfico.

## 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**El ritmo de crecimiento del precio de la vivienda se moderó en el último trimestre de 2023, manteniendo, sin embargo, un avance interanual superior al 4%. De acuerdo con el INE, el precio de la vivienda moderó su avance interanual hasta el 4,2 % en el cuarto trimestre de 2023, frente al 4,5 % registrado tres meses antes (véase gráfico 1.6.a). El precio de la vivienda nueva experimentó un alza interanual del 7,5 %, inferior al ascenso contabilizado en el trimestre precedente, del 11 %, que había supuesto un máximo desde 2007. Por el contrario, el precio de la vivienda usada, se aceleró en términos interanuales al crecer un**

## 1.6.a Precio de la vivienda



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

3,6 %, 0,4 pp por encima del trimestre precedente. Tanto para el total como para el segmento de vivienda usada, los crecimientos de los precios observados en 2023 fueron marcadamente inferiores a los de 2022, mientras que en la obra nueva se mantuvieron.

**La presión al alza sobre el precio de la vivienda se produce en un contexto de robustez de la demanda y de rigidez relativa de la oferta<sup>12</sup>.** El aumento de la demanda de vivienda se vincula al del número de hogares, en un contexto de fortaleza de los flujos migratorios. En esta dinámica destaca el incremento de la demanda de vivienda en alquiler, especialmente intenso en las grandes áreas urbanas. Asimismo, la demanda de vivienda se ha visto impulsada en las zonas con mayor atractivo turístico por el dinamismo de las adquisiciones de vivienda por parte de ciudadanos no residentes. El repunte del alquiler turístico de viviendas también podría estar teniendo un impacto sobre los precios del alquiler y, en consecuencia, sobre los precios de la vivienda. Adicionalmente, los fuertes aumentos pasados en los costes de los materiales de construcción podrían seguir trasladándose al precio de la vivienda nueva, aunque es previsible que este factor pierda fuerza a lo largo de 2024, en la medida en que estos costes han tendido a estabilizarse desde mediados de 2022<sup>13</sup>. Todo ello en un contexto en el que la oferta de vivienda, tanto nueva como usada, se caracteriza por un crecimiento insuficiente para hacer frente a las elevadas necesidades de la demanda<sup>14, 15</sup>.

12 Véase Andrés Lajer, David López y Lucio San Juan. (2024). «El mercado de la vivienda residencial en España en perspectiva: hechos estilizados y evolución reciente». Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.

13 Las variaciones en los costes de construcción de viviendas suelen reflejarse en los precios de la vivienda nueva con casi dos años de desfase, aproximadamente el tiempo que tarda en construirse.

14 La oferta de vivienda nueva, medida como el número de viviendas terminadas, se situó cerca de las 90.000 unidades en 2023, sensiblemente por debajo tanto de su promedio histórico anual desde 1980 (270 mil) como de la formación neta de hogares en 2023 (próxima a 270.000 unidades). A su vez, la oferta de vivienda usada, aproximada por el número de anuncios publicados en los principales portales inmobiliarios, se situó a finales de 2023 en 700.000 unidades, un 3 % inferior a la observada un año antes y un 14 % por debajo de su máximo en la parte final de 2019.

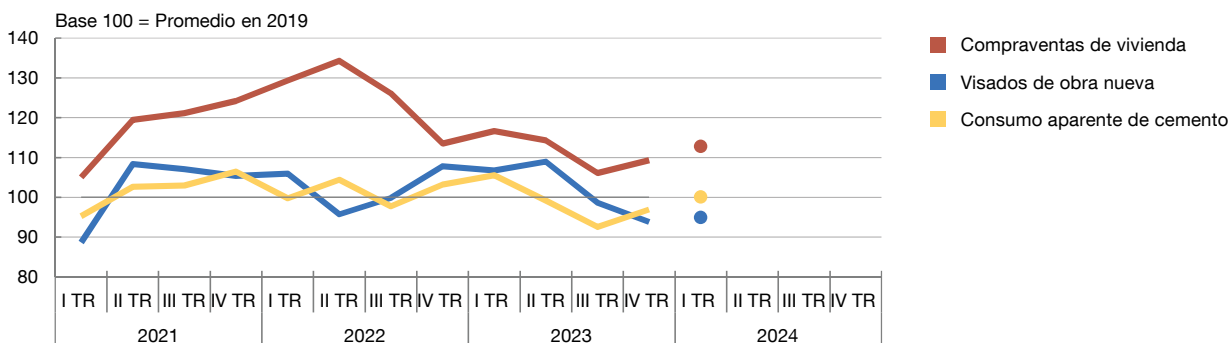
15 Para más detalles sobre la situación de la demanda y de la oferta de vivienda en España, y sobre el posible papel que las políticas públicas podrían desempeñar en la coyuntura actual, véase Capítulo 4 del Informe Anual 2023 del Banco de España, de próxima publicación.



Gráfico 1.7

**Las compraventas de vivienda muestran una notable resiliencia, al tiempo que los indicadores de oferta perdieron impulso en la segunda mitad de 2023**

1.7.a Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

a Series desestacionalizadas. Para el primer trimestre de 2024, al no disponer de los datos del trimestre completo, se toma un promedio de los últimos tres meses hasta el último disponible (enero para las compraventas y visados, y febrero para el consumo aparente de cemento).

**Las operaciones de compraventa de vivienda han repuntado desde el último tramo de 2023, revirtiendo parte de la contracción experimentada desde la segunda mitad de 2022.** A pesar del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación, las transacciones firmadas ante notario registraron, en términos desestacionalizados, un aumento intertrimestral del 3 % en el último trimestre de 2023, con una prolongación de este tono positivo a comienzos de 2024 (véase gráfico 1.7.a). En el conjunto de 2023, las operaciones de compraventa experimentaron un descenso del 11 % respecto a los elevados niveles alcanzados en 2022, pero se situaron un 12 % por encima de los contabilizados en 2019. Las adquisiciones por parte de ciudadanos extranjeros alcanzaron algo más del 19 % en 2023, porcentaje superior al observado en 2019 (próximo al 17 %) y cercano al máximo desde que se tiene registro. Este factor también explicaría, parcialmente, el descenso gradual del peso de las adquisiciones de vivienda financiadas con préstamos hipotecarios, ya que parte de los ciudadanos extranjeros podría disponer de otras fuentes de financiación.

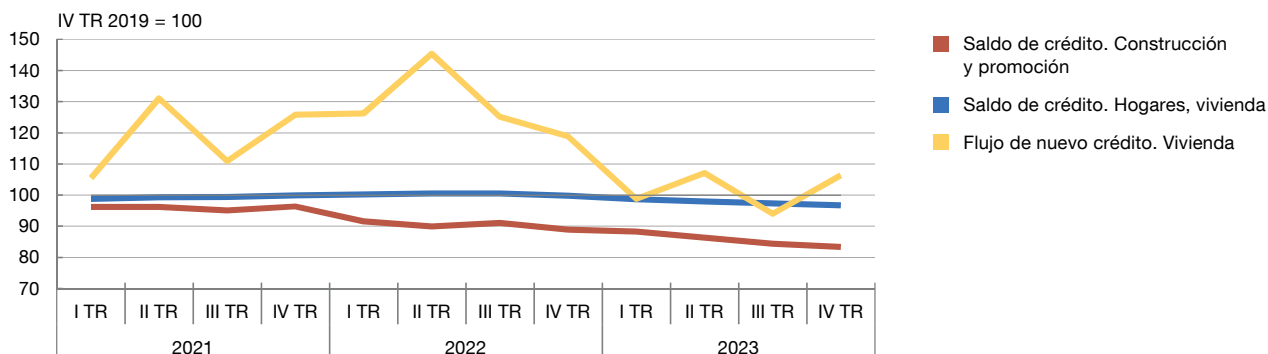
**El flujo de crédito nuevo hipotecario residencial también ha frenado su descenso en la segunda mitad de 2023.** Este flujo descendió un 10,5 % en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2023, una caída muy inferior a los descensos superiores al 20 % registrados en los tres primeros trimestres del año. A pesar de la contracción en 2023 (véase gráfico 1.8.a), el volumen anual de nuevas hipotecas residenciales se encuentra un 16 % por encima del observado en 2019, antes de la pandemia.

**La reducción del saldo de crédito hipotecario residencial se ha intensificado en la segunda mitad del año.** Así, este importe presentaba una caída interanual del 3,1 % en diciembre de 2023, frente a un 2,6 % en junio de ese año (véase gráfico 1.8.a). Además de la

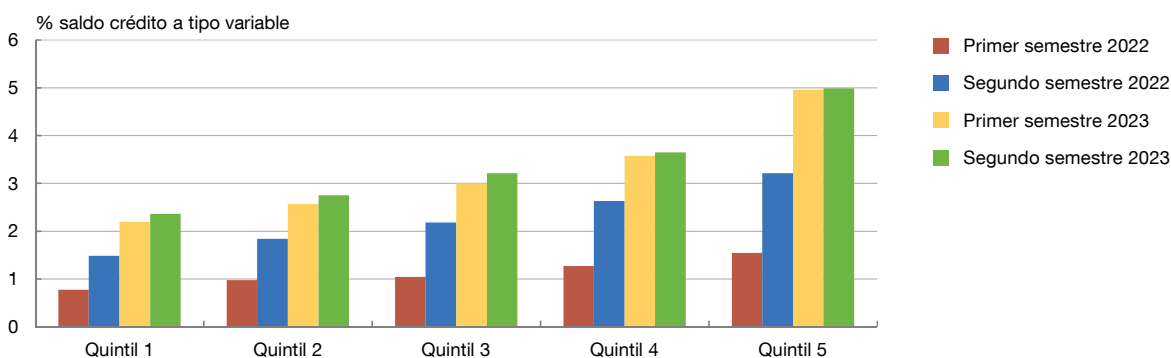
Gráfico 1.8

**La actividad crediticia en el mercado inmobiliario mantiene una ralentización notable con respecto a 2022, a lo que habría contribuido el elevado volumen de amortizaciones hipotecarias**

1.8.a Indicadores de financiación del sector inmobiliario (a)



1.8.b Amortización anticipada de hipotecas a tipo de interés variable por quintiles de renta (b)



FUENTES: CIRBE y Banco de España.

a El crédito a construcción y promoción incluye las actividades inmobiliarias.

b Hipotecas para vivienda. La renta del hogar no se observa y se imputa de acuerdo con información sobre la distribución de rentas en función del código postal que proporciona el INE. En concreto, para cada quintil el número de hipotecas es el mismo y estable en el tiempo.

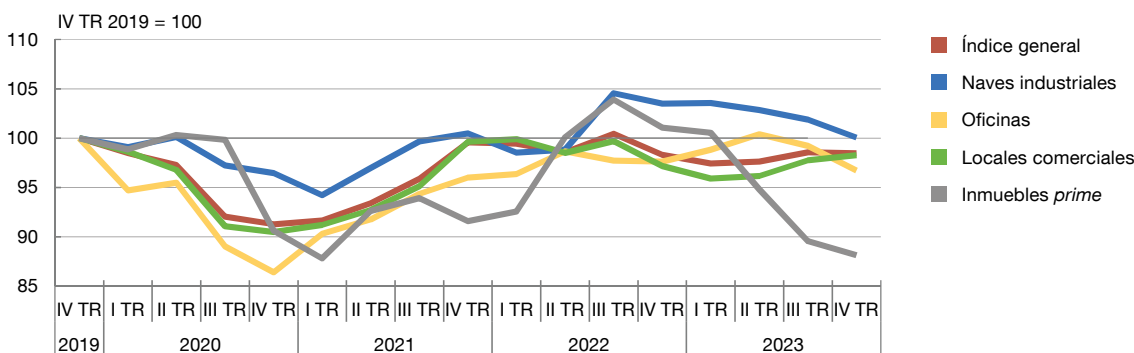
reducción del flujo de crédito nuevo, a este descenso interanual del saldo habría contribuido también el elevado volumen de amortizaciones hipotecarias, en particular en los segmentos de renta más alta y en las hipotecas a tipo variable (véase gráfico 1.8.b).

**Por el lado de la actividad constructora, en la segunda mitad de 2023 se redujeron los insumos en el sector de la construcción y, especialmente, los visados de obra nueva** (véase gráfico 1.7.a). Los desarrollos a lo largo de 2023 pudieron verse condicionados en parte por la incertidumbre y, en el caso de los insumos, además, por la climatología adversa en el último tramo del año. En los primeros meses de 2024 es previsible que se mantenga cierta atonía en ambas magnitudes, de acuerdo con la evolución reciente del componente de pedidos del indicador de confianza del sector.

Gráfico 1.9

**Los precios de los activos inmobiliarios comerciales han mostrado una evolución estable, salvo en el segmento *prime*, en el que han caído significativamente**

1.9.a Índices de precios del sector inmobiliario comercial (a)



FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España.

a A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas *prime* —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Para más detalles, véase Matías Lamas y Sara Romaniega. (2022), «Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España». Documentos Ocasionales 2203, Banco de España.

**Se ha intensificado la contracción del saldo de crédito a la promoción y construcción en el segundo semestre de 2023.** El descenso interanual alcanzó el 6,2 % en diciembre y la caída acumulada desde el inicio de la crisis del COVID-19 es del 17 %, profundizando la corrección del 76 % observada en el período 2008-2019 (véase gráfico 1.8.a).

**En el segmento inmobiliario comercial, los precios de los inmuebles han experimentado variaciones reducidas en el cuarto trimestre de 2023, salvo los situados en zonas *prime*, que han descendido.** El índice general de los inmuebles comerciales se mantuvo relativamente estable en el cuarto trimestre de 2023, situándose un 0,2 % por encima de los niveles de hace un año (véase gráfico 1.9.a). Por segmentos, destacó la corrección significativa de los precios de los inmuebles localizados en zonas *prime*, que registraron en 2023 una caída próxima al 13 % interanual. El índice general y el resto de componentes —excluyendo el segmento *prime*— permanecieron en niveles cercanos, aunque en general algo inferiores, a los observados antes de la pandemia, y su evolución ha sido relativamente estable desde el inicio de 2022.

**La valoración de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) se ha recuperado parcialmente en el período reciente.** El valor bursátil de estas empresas se ha incrementó un 6 % desde el comienzo del cuarto trimestre de 2023, en línea con lo observado en otros mercados europeos. Si bien, la cotización del sector se mantiene cerca de un 30 % por debajo de los niveles pre-pandemia.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

#### *Las empresas no financieras*

**Los excedentes empresariales aumentaron en 2023, pero estos incrementos se fueron moderando a partir del segundo trimestre.** En 2023 los resultados empresariales fueron impulsados por la expansión de la facturación y de los márgenes. La aceleración de los costes salariales se vio amortiguada por la caída o desaceleración del resto de los costes de producción (materias primas y energía, entre otros). Así, según la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT), se estima que el resultado económico bruto (REB) de las empresas creció en 2023, en términos nominales, un 7 % (frente al 30 % del año anterior), con una ralentización notable a partir del segundo trimestre del año (véase gráfico 1.10.a). El detalle por sectores muestra heterogeneidad, destacando la mejoría de los resultados en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias y una ralentización menos acusada en el sector del comercio y hostelería.

**El saldo de la deuda de las empresas continuó reduciéndose de manera intensa.** El saldo de la financiación otorgada a las empresas mostró una contracción interanual superior al 1 % en febrero. Esta evolución, junto con el avance de las rentas, se tradujo en un descenso notable de la ratio de endeudamiento de las empresas. En concreto, la ratio agregada de deuda sobre PIB se situó en el 65 % del PIB a finales de 2023, nivel no observado desde 2002 y casi 3 pp inferior al del promedio de la UEM. La muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) también reflejó un descenso de la ratio de deuda sobre excedentes para el conjunto de esta muestra, así como para los distintos percentiles de endeudamiento. Además, el porcentaje de empresas de la muestra CBT con endeudamiento elevado<sup>16</sup> se ha reducido hasta el 18,2 % en el cuarto trimestre de 2023, frente al 20 % registrado en el mismo trimestre de 2022.

**A pesar de la evolución positiva de la actividad y del menor endeudamiento, el ascenso de los tipos de interés ha hecho que la carga financiera de las empresas aumente.** En particular, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, los pagos por intereses de las empresas no financieras se situaron por encima del 16 % del excedente bruto de explotación (EBE) en el cuarto trimestre de 2023, casi duplicando el registro del mismo trimestre del año anterior (véase gráfico 1.10.b).

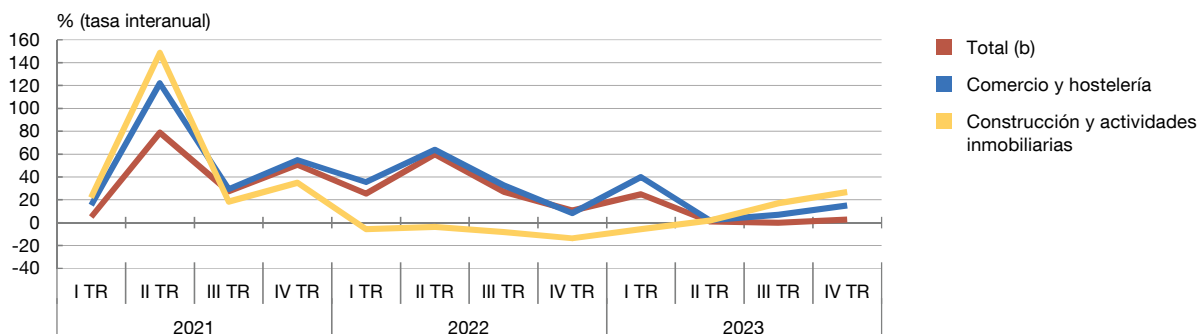
**La transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los pagos por intereses de los préstamos a tipo variable se habría completado a finales de 2023.** Dada la evolución descendente de los tipos de interés interbancarios desde octubre de 2023 y las

<sup>16</sup> Son aquellas para las que la ratio Deuda financiera neta / (REB + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

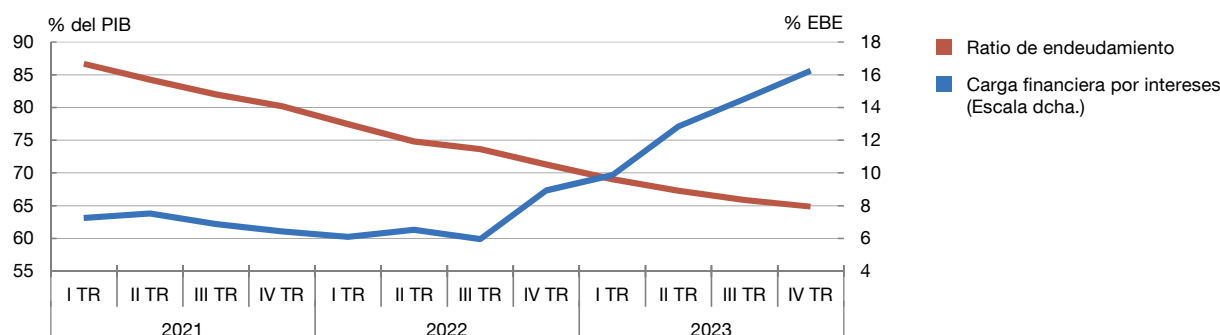
Gráfico 1.10

**Los excedentes empresariales se han ralentizado. La carga por intereses crece, a pesar de la caída del endeudamiento, y el porcentaje de empresas bajo presión financiera habría repuntado moderadamente**

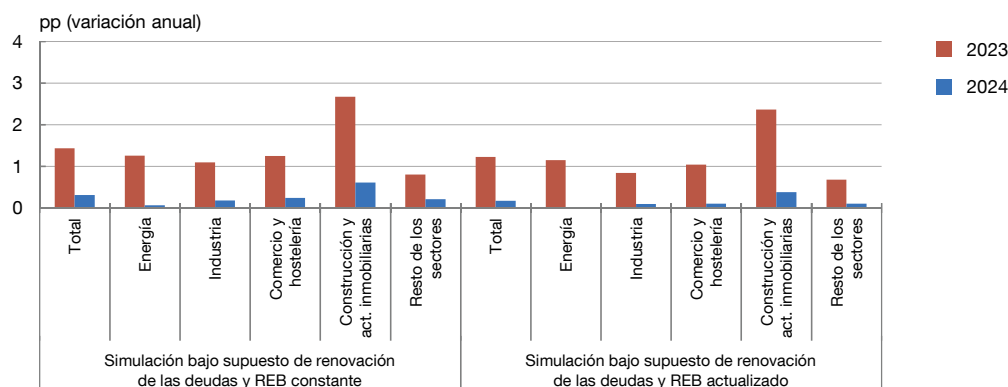
1.10.a REB de las empresas no financieras españolas. AEAT (a)



1.10.b Ratio de endeudamiento y carga financiera por intereses (c)



1.10.c Evolución esperada del porcentaje de empresas con presión financiera elevada (d)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria y Banco de España.

- a El REB se obtiene restando a la producción los consumos intermedios y los gastos de personal. Datos desestacionalizados.
- b No incluye los sectores de educación, sanidad, AAPP, actividades recreativas, instituciones financieras y de seguros, y otros servicios.
- c Los pagos por intereses son trimestrales, antes de la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), y no están ajustados de estacionalidad. El EBE es trimestral y está desestacionalizado.
- d Una empresa tiene presión financiera elevada si su ratio de cobertura de intereses  $[(REB + \text{Ingresos financieros}) / \text{Gastos financieros}]$  es inferior a uno. Los gastos financieros de cada empresa para 2023 y 2024 se aproximan a partir de los saldos de deuda con coste y la senda esperada de tipos de interés. Los datos de 2023 son observados para las empresas que están en la CBT. Para el resto de empresas, en el escenario con REB actualizado, los excedentes se incrementan un 6,4% en 2023, crecimiento observado con datos de la AEAT, y en un 3,7% en 2024, en línea con el crecimiento del EBE subyacente en las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España. Se excluyen *holdings*, sedes centrales y empresas inactivas. Para mayor detalle de la metodología, véase «Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.

expectativas de mercado de que este proceso se prolongue, habría un porcentaje creciente de préstamos a tipo variable<sup>17</sup> que experimentarían reducciones en su tipo de interés en 2024<sup>18</sup>. En cualquier caso, las expectativas de los mercados apuntan a que los tipos de interés permanecerán en niveles sensiblemente superiores a los vigentes en 2021, antes del ciclo de endurecimiento monetario. Como resultado, y pese a que los tipos de interés de los préstamos nuevos ya han empezado a reducirse, es previsible que una parte de los préstamos a tipo fijo que se tengan que refinanciar a su vencimiento experimenten un aumento en su coste, ya que fueron concedidos con anterioridad al último ciclo de endurecimiento monetario.

**Los indicadores de vulnerabilidad financiera asociados a la mayor carga por intereses apuntan a un cierto deterioro, aunque existe heterogeneidad por sectores.** De acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España, en 2023 habría aumentado moderadamente el porcentaje de empresas que no pudieron cubrir los pagos por intereses de su deuda con sus resultados corrientes<sup>19</sup> (empresas con presión financiera elevada)<sup>20</sup>. Este aumento es algo más intenso en las ramas de la construcción y actividades inmobiliarias, bajo el supuesto de que las empresas hubieran renovado el total de sus deudas en 2023 (véase gráfico 1.10.c). El recuadro 3.1 profundiza en el análisis de la carga financiera asociada a la deuda bancaria para las empresas de este sector. Para 2024, teniendo en cuenta las expectativas del mercado vigentes en enero de 2024 sobre la evolución de los tipos de interés, se produciría prácticamente la estabilización del peso de la deuda en poder de las empresas con presión financiera elevada. No obstante, una desaceleración económica más pronunciada que la que subyace a este ejercicio de simulación, así como a las previsiones centrales de la economía, podría aumentar el número de empresas vulnerables, especialmente si los tipos de interés se reducen en menor medida que en el supuesto que subyace a este ejercicio.

### *Los hogares*

**El crecimiento del empleo, el avance de los salarios y el apoyo del sector público han seguido sustentando el aumento de las rentas de las familias en el segundo semestre de 2023.** Así, el crecimiento interanual medio del empleo fue del 3,5% en los últimos seis meses de 2023, mientras que la remuneración por asalariado se incrementó en un 5,1%. En términos ajustados de la inflación y del número de hogares<sup>21</sup>, la renta bruta disponible (RBD) experimentó un

17 Los préstamos a tipo variable representan en torno al 70% del crédito bancario de las empresas.

18 Véase «Recuadro 1. La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 25-29.

19 A los efectos de este indicador, los resultados corrientes se calculan sin incluir gastos financieros, obteniéndose como suma del REB y los ingresos financieros.

20 Véase «Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.

21 Como deflactor de las rentas se ha utilizado el índice de precios de consumo (IPC). En 2023, el número de hogares ha crecido un 1,5%.

crecimiento interanual medio del 5,5 % en el segundo semestre (evolución algo menor al 5,9 % registrado en la primera mitad del año). A pesar de esta evolución, la RBD real por hogar se situaba en 2023 todavía algo por debajo (un 1,1 %) del nivel prepandemia. Por su parte, la percepción de los hogares sobre su situación económica futura experimentó un ligero deterioro a finales de 2023, que se ha corregido en el primer trimestre de 2024, situándose en niveles muy similares a los de mediados del año pasado de manera generalizada por tramos de renta (véase gráfico 1.11.a).

**La posición patrimonial de los hogares se ha seguido reforzando.** La ratio de deuda sobre PIB se ha situado en el 47 % del PIB en el cuarto trimestre de 2023 (véase gráfico 1.11.b), el nivel más bajo desde 2001 y 4 pp por debajo del promedio de la UEM. Esta reducción se ha visto apoyada tanto por la caída de los saldos vivos de deuda como por la inflación y el aumento de la renta en términos reales. Por su parte, la riqueza bruta de las familias creció un 4,7 % interanual a finales de 2023, impulsada tanto por la revalorización de los activos financieros como de la vivienda<sup>22</sup>.

**A pesar de la caída del endeudamiento del conjunto del sector, los pagos por intereses han seguido aumentando hasta finales de 2023.** El crecimiento de las rentas ha mitigado el incremento de la carga financiera (véase gráfico 1.11.b). De acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España para un escenario de incremento de los tipos de interés de 466 pb<sup>23</sup>, el porcentaje de hogares endeudados con una carga financiera bruta elevada — superior al 40 % de la renta del hogar— se habría incrementado, una vez tenido en cuenta el aumento medio de las rentas, únicamente en 0,7 pp entre 2020 y el tercer trimestre de 2023, hasta el 11,2 % (véase gráfico 1.11.c)<sup>24</sup>. Por niveles de renta, se habría reducido el porcentaje de familias endeudadas con carga financiera elevada en el primer quintil, mientras que los quintiles más afectados habrían sido el segundo y el cuarto (con aumentos de este porcentaje de 1,1 y 2,2 pp), lo que refleja tanto diferencias en el nivel de endeudamiento como en el porcentaje de hogares con deuda a tipo variable<sup>25</sup>. En cualquier caso, los resultados de esta simulación deben interpretarse con cautela, ya que los hogares también afrontan el encarecimiento de otros gastos esenciales. Además, el ejercicio de simulación asume un incremento de la renta entre 2020 y 2023 similar para todos los hogares e igual al observado en los datos agregados del sector, lo que también podría introducir cierto error de medición.

**En este contexto, el porcentaje de crédito dudoso en hipotecas para adquisición de vivienda ha experimentado incrementos muy moderados en 2023 para la mayoría de**

22 Según la estadística experimental del BCE de cuentas distributivas de la riqueza de los hogares, referidas al tercer trimestre de 2024, el desapalancamiento ha sido generalizado, si bien más intenso para aquellas familias cuya riqueza neta se sitúa por debajo del 50 % de la distribución. Por su parte, el aumento de la riqueza bruta también ha sido generalizado, aunque más intenso en los hogares cuya riqueza neta se sitúa en los deciles superiores.

23 Esta cifra representa el incremento máximo que ha experimentado el euríbor a doce meses (el tipo de referencia más relevante para las hipotecas) durante el reciente ciclo de endurecimiento monetario.

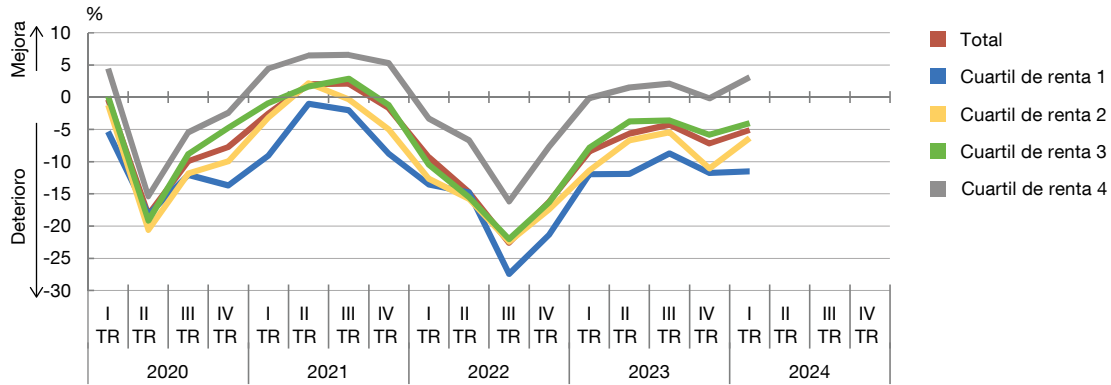
24 La diferencia en la magnitud de estos resultados con respecto a los presentados en el IEF de primavera de 2023 se debe a la inclusión en los nuevos ejercicios de un supuesto sobre evolución de la renta, mientras que las simulaciones presentadas con anterioridad correspondían a ejercicios puros de sensibilidad a los cambios de los tipos de interés.

25 De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias de 2020, el porcentaje de hogares endeudados con alguna clase de deuda a tipo variable es, aproximadamente, del 30 % para el primer quintil de renta, 40 % para el segundo y 47 %, 60 % y 66 % para los subsiguientes.

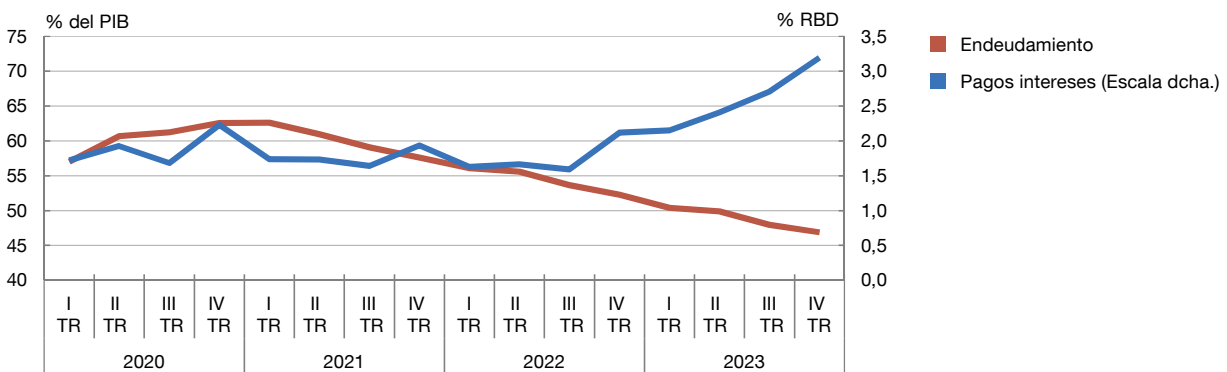
Gráfico 1.11

**Las perspectivas económicas de los hogares permanecen estables. Pese a la reducción del endeudamiento, la carga por intereses crece, aunque con un aumento limitado de la proporción de hogares con un nivel elevado de la misma**

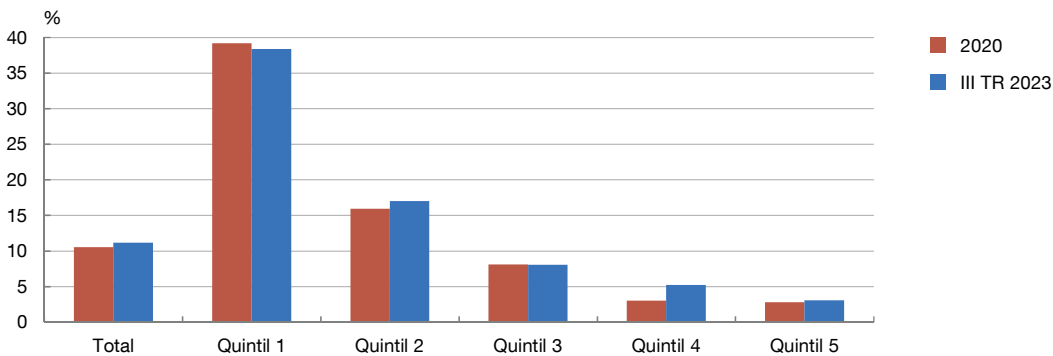
1.11.a Expectativas sobre la situación económica de los hogares en los próximos doce meses (a)



1.11.b Endeudamiento y pagos por intereses (b)



1.11.c Simulación del porcentaje de hogares endeudados con carga financiera elevada por quintil de renta (c)



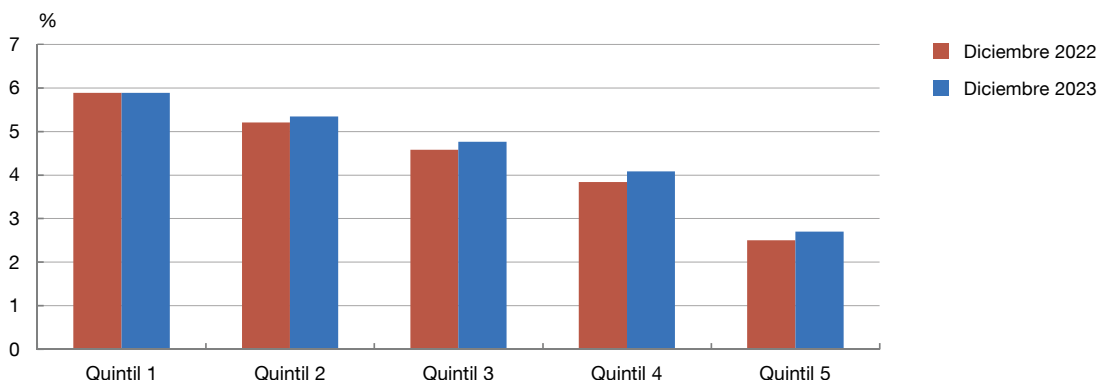
FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Encuesta sobre la confianza del consumidor. Indicador = porcentaje de hogares que esperan que su situación económica mejore mucho en los próximos doce meses  $\times 1$  + porcentaje de hogares que esperan que mejore un poco  $\times 1/2$  - porcentaje de hogares que esperan que empeore un poco  $\times 1/2$  - porcentaje de hogares que esperan que empeore mucho  $\times 1$ .
- b 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 RBD es trimestral y desestacionalizada.
- c A partir de la Encuesta Financiera de las Familias 2020. La carga financiera se considera elevada si los gastos por servicio de la deuda superan el 40% de la renta del hogar. La estimación para 2023 se realiza bajo el escenario de un aumento acumulado desde 2020 de 466 pb de los tipos de interés y del 15,6% de la renta del hogar.



**El aumento de la ratio de dudosidad hipotecaria ha sido muy limitado en todos los quintiles de renta**

1.12.a Ratio de dudosos en préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda por quintiles de renta (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Para cada fecha y quintil de renta, la ratio de dudosos se define como el saldo vivo de crédito en situación dudosa (incluyendo a morosos objetivos y dudosos por razones subjetivas) sobre el total. La distribución por quintiles de renta se aproxima asignando a cada prestatario la renta bruta del hogar del código postal que proporciona el INE. El límite superior del primer quintil de renta es inferior a 28.000 euros y el límite inferior del quintil más alto es superior a 41.000 euros. Los niveles de renta corresponden al año 2021 (último disponible).

**quintiles de renta.** Nótese, de todos modos, que la magnitud de esta ratio es heterogénea por nivel de renta, observándose una relación inversa con esta. Así, en diciembre de 2023, la ratio de créditos dudosos en hipotecas para adquisición de vivienda oscilaba entre un 5,9 % y un 2,7 % entre el primer y el último quintil de renta (gráfico 1.12.a). La importancia sistémica de la mayor dudosidad en los quintiles inferiores viene limitada por el hecho de que los dos quintiles superiores de renta concentran alrededor del 75 % del crédito hipotecario.

**La transmisión de los mayores tipos de interés oficiales al coste de las hipotecas vivas se habría prácticamente completado a finales de 2023.** Dada la evolución reciente y las expectativas de mercado sobre tipos de interés interbancarios, dicho coste empezaría a reducirse en 2024<sup>26</sup>. En todo caso, las expectativas apuntan a que los tipos de interés no volverán a situarse en los próximos años en los niveles observados en 2021 antes del ciclo de endurecimiento monetario.

### 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

**El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) volvió a reducirse en 2023.** En el conjunto del año, el déficit se situó en el 3,6 % del PIB, por debajo del objetivo del Gobierno del 3,9 % y 1,1

26 Véase «Recuadro 1. La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 25-29.

pp inferior al registrado en 2022 (véase gráfico 1.13.a). Los ingresos públicos mantuvieron un ritmo elevado de crecimiento del 9% en 2023, viéndose impulsados por el aumento de los salarios y el empleo, así como por la entrada en vigor de nuevos gravámenes<sup>27</sup> y mayores cotizaciones sociales<sup>28</sup>. El gasto público también creció notablemente, impulsado por la revalorización de las pensiones y el mantenimiento de algunos gastos que se habían introducido con carácter transitorio en las fases iniciales de la pandemia del COVID-19. En conjunto, se estima que el componente estructural del déficit se redujo en 0,5 pp, hasta el 3,7% del PIB.

**Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB se redujo unos 4 pp, hasta el 107,7% del PIB.** Esta reducción refleja el avance del PIB nominal. Dicho nivel es 13 pp inferior al máximo de 2020, pero se sitúa 9 pp por encima del observado antes de la pandemia (véase gráfico 1.13.b) y 17 pp (34 pp) por encima de la media ponderada (aritmética) de la UEM<sup>29</sup>.

**El coste medio de la deuda de las AAPP se incrementó ligeramente con respecto al nivel de 2022.** El mayor coste de las nuevas emisiones se vio compensado en buena medida por los menores intereses devengados en los bonos indicados a la inflación. Estos últimos fueron muy elevados en 2022, cuando la tasa de inflación de referencia más habitual —el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IAPC) del área del euro, excluido el tabaco— llegó a superar el 10%, frente al 2,8% en 2023<sup>30</sup>. En cambio, el coste de las nuevas emisiones de deuda no indicadas se elevó significativamente, hasta situarse en el 3,4% para los valores del Tesoro, 2,1 pp más que en 2022 y 3,5 pp más que en 2021. Sin embargo, debido a que la vida media de la deuda pública se sitúa próxima a los ocho años, con lo que el volumen de nuevas emisiones tiene un peso limitado sobre el saldo, y a que la deuda que vence fue de forma general emitida a unos tipos de interés mayores a los actuales, el fuerte aumento de los costes de emisión en estos dos últimos años solo se ha traducido en un incremento de 0,4 pp en el tipo de interés medio de la deuda, hasta el 2,3%.

**De cara a los próximos años, el coste medio de la deuda continuará elevándose.** Aunque los tipos de emisión podrían reducirse con respecto a los niveles de 2023, permanecerían altos en relación con los observados en los últimos diez años. De acuerdo con las proyecciones del Banco de España —basadas en las expectativas de tipos de interés existentes en los mercados financieros—, dicho coste medio se elevaría en unos 0,3 pp en los próximos tres años, situándose en el 2,6% en 2026<sup>31</sup>.

---

27 Los gravámenes extraordinarios a empresas financieras y energéticas, el impuesto a las grandes fortunas, los impuestos sobre envases de plástico y residuos, así como los cambios en el Impuesto de Sociedades (tipo mínimo del 15% y límite a las deducciones por compensación de pérdidas en filiales).

28 Resultado de la reforma de las pensiones.

29 Para la UEM se toman las últimas previsiones de la Comisión Europea, publicadas en noviembre de 2023.

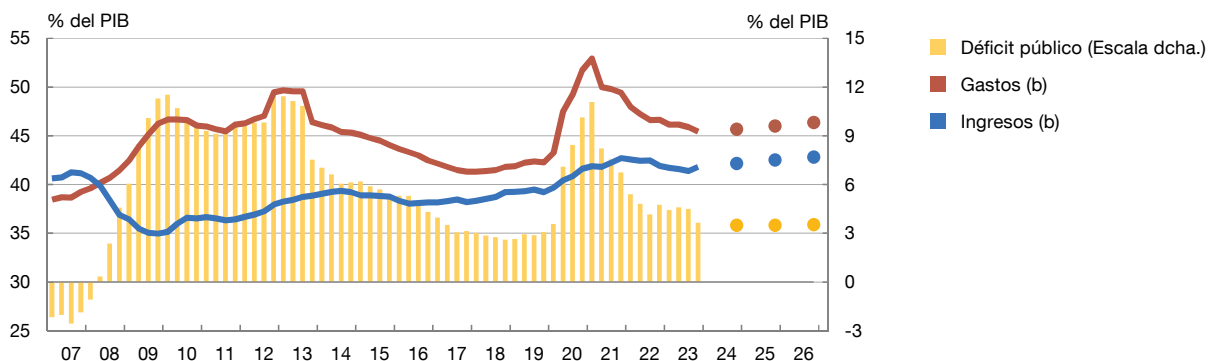
30 A cierre de 2022, los bonos indicados a la inflación suponían un 5% del total de la deuda de las AAPP. Sin embargo, en términos de los intereses devengados ese año representaron en torno a un 25% del total. Esta discrepancia viene explicada por el hecho de que la inflación afecta no solo a los cupones, sino también a los principales que habrá que devolver en el futuro, y porque en la Contabilidad Nacional el aumento del principal se considera intereses devengados del año en el que se produce la variación del principal.

31 No obstante, un hipotético aumento de 100 pb en los tipos de interés de mercado, tanto a corto como a largo plazo, elevaría dicho aumento hasta 0,8 pp, situando la carga financiera de la deuda en un 3,1% del PIB en 2026, 1 pp más que en 2021.

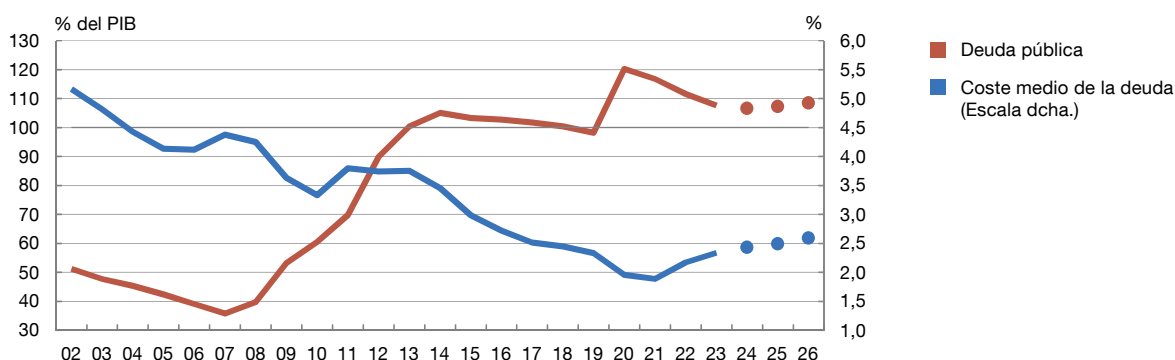
Gráfico 1.13

### Las crecientes demandas de gasto y el encarecimiento de la deuda exigen un proceso de consolidación de las finanzas públicas en España

1.13.a Evolución del saldo de las AAPP en España (a)



1.13.b Evolución de la deuda pública y su coste medio en España (a)



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

- a Los círculos corresponden a las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2024, elaboradas antes de publicarse los datos definitivos de 2023. Estos supusieron una sorpresa al alza en los ingresos públicos (y en el saldo) de 0,2 pp del PIB y cambios menores en gastos y deuda pública. El coste medio de la deuda en 2023 se situó 0,1 pp por encima del previsto en marzo.
- b Excluyendo la estimación de los recursos del programa NGEU. Estos elevan transitoriamente ingresos y gastos, pero sin efecto en el déficit.

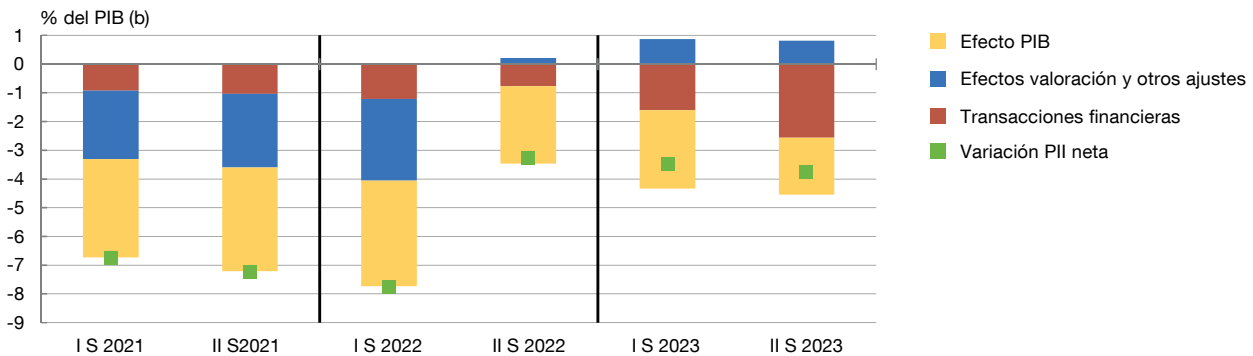
**Al incremento de la carga financiera se unirán otras presiones al alza sobre el gasto público.** Estas presiones contribuirán a la tendencia creciente proyectada para la ratio de gasto público sobre PIB (véase gráfico 1.13.a). La presión sobre el gasto público se mantendrá elevada en los próximos años como resultado de distintos fenómenos estructurales como el impacto del envejecimiento demográfico, las necesidades de inversión asociadas al cambio climático, a la digitalización y los compromisos asumidos en materia de defensa ante las tensiones geopolíticas.

**En conjunto, la deuda pública en España mostraría una senda creciente a medio y largo plazo si no se aplica un proceso de consolidación fiscal que abarque varios años** (véase gráfico 1.13.b). El proceso de consolidación necesario debe tener en cuenta las presiones por el lado del gasto, y priorizar las medidas —tanto de ingresos como de gastos— que favorezcan el crecimiento económico.

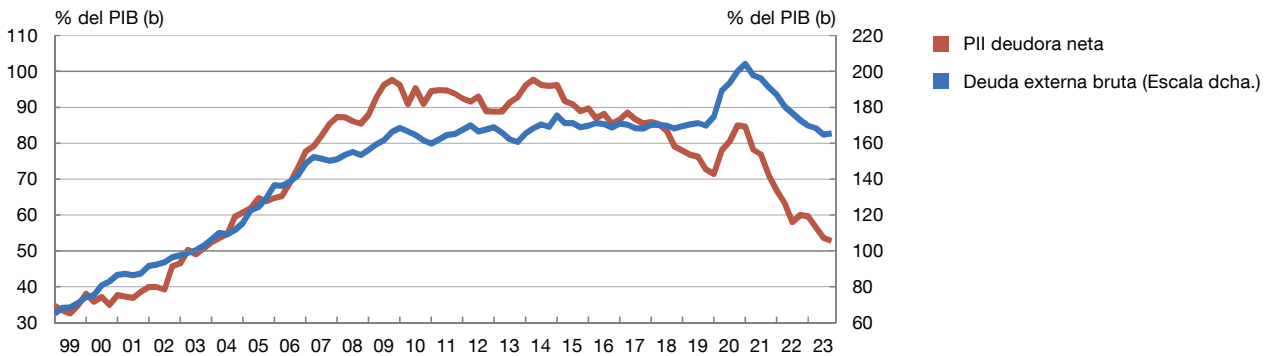
Gráfico 1.14

**Los desequilibrios exteriores continúan corrigiéndose apoyados por la capacidad de financiación y el crecimiento nominal de la economía española**

1.14.a Variación de la posición de inversión internacional (PII) deudora neta y determinantes (a)



1.14.b PII deudora neta y deuda externa bruta (a) (c)



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

- a La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos nacionales frente al resto del mundo y el de los activos exteriores en manos de los residentes.
- b Acumulado de cuatro trimestres.
- c La deuda externa bruta está compuesta por los instrumentos financieros incluidos en los pasivos de la posición de inversión internacional, con la excepción de los de renta variable y los derivados financieros.

**El proceso de consolidación fiscal deberá cumplir con las nuevas reglas fiscales de la UE (véase Recuadro 1.2). La posición cíclica actual de la economía española y la vulnerabilidad de nuestras finanzas públicas justificarían iniciar ya en 2024 este proceso.**

### 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

**En el segundo semestre de 2023, la economía española continuó mostrando una importante capacidad de financiación, al tiempo que se incrementó la colocación de deuda en los mercados internacionales.** En concreto, las inversiones de residentes en el exterior se concentraron en operaciones repo de las instituciones financieras monetarias

residentes. En cambio, la inversión de no residentes en nuestro país se materializó principalmente en la adquisición de deuda a largo plazo emitida por las instituciones financieras monetarias y las AAPP. Esta capacidad de financiación junto con la entrada neta de fondos en los sectores distintos al Banco de España, se reflejó en una reducción de los pasivos exteriores netos del banco central de un 20 %.

**Como resultado, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España continuó reduciéndose.** La ratio sobre PIB registró un recorte de 3,7 pp en el segundo semestre, hasta situarse en el 52,8 % en diciembre, apoyada en las transacciones netas y en el avance del PIB nominal. Por el contrario, las variaciones en el valor de los instrumentos financieros contrarrestaron dicha reducción, fundamentalmente debido a la apreciación experimentada por el euro en el último trimestre del año (véase gráfico 1.14.a). Este nivel supone la cifra más reducida desde principios de 2004, pero dicha cifra continúa muy por encima del umbral fijado en el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (35 %) y alejada de la de las principales economías del área del euro<sup>32</sup>.

**De igual forma, la ratio de deuda externa bruta de España continuó su trayectoria descendente en la segunda mitad del año, hasta situarse en el 165,5 % del PIB** (véase gráfico 1.14.b). Dicha reducción reflejó el incremento del PIB nominal, ya que el saldo vivo de deuda aumentó [45 miles de millones (mm) de euros], consecuencia del aumento del saldo de deuda emitida por las AAPP y por las instituciones financieras monetarias, tanto en forma de nuevas inversiones como de incrementos en su valor de mercado. En todo caso, el elevado volumen de deuda externa (2.419 mm de euros) de la economía española continúa suponiendo un elemento de vulnerabilidad, en particular si se tiene en cuenta que potenciales refinanciaciones se realizarán en un contexto de tipos de interés más elevados. No obstante, la composición de estos pasivos, con plazos medios de amortización dilatados, y el hecho de que el 27 % sea deuda de las AAPP y el 22 % pasivos del Banco de España (que no tienen vencimiento explícito) siguen mitigando parte de este riesgo.

---

32 Alemania e Italia presentan una PII acreedora y Francia tiene una PII deudora del 28 % del PIB.