

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La mejora de las perspectivas de crecimiento económico global a corto plazo y la reducción de la tasa de inflación, que se ha concentrado en el componente energético, han contribuido a moderar algunos de los riesgos que se había identificado en el anterior *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF). No obstante, las tensiones geopolíticas vinculadas a la guerra en Ucrania continúan generando una extraordinaria incertidumbre, acentuando la dinámica de bloques a escala global, y provocando riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Adicionalmente, la elevada inflación subyacente incrementa el riesgo de mayor persistencia en las dinámicas de subida de precios y de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras (véase esquema 1), lo que, a su vez, generaría un incremento del grado de vulnerabilidad de los hogares y empresas. Más recientemente, los episodios de tensión bancaria en Estados Unidos y Suiza añaden un nuevo foco de incertidumbre.

En 2022, la actividad económica creció con fuerza en España, reduciendo la brecha con respecto al nivel de producción previo al inicio de la pandemia de COVID-19. Sin embargo, se produjo una significativa desaceleración del PIB en la segunda mitad del año, en consonancia con el menor dinamismo de la economía mundial.

La moderación de los precios de la energía en los mercados internacionales permitió revertir el aumento de costes que siguió a la invasión de Ucrania por Rusia. Así, por un lado, la inflación observada se ha moderado y sus previsiones se han revisado a la baja; y, por otro, se ha reducido la probabilidad de entrar en una situación recesiva en los próximos trimestres como resultado de interrupciones en el suministro de energía y de materias primas críticas. No obstante, la inflación subyacente se mantiene elevada, lo que aumenta los riesgos de aparición de efectos de segunda ronda. Asimismo, la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios energéticos es muy elevada, y podrían volver a flexionar al alza tras el anuncio de recortes de la producción de petróleo por la OPEP+. Por su parte, las turbulencias a escala global observadas en el sector bancario en marzo de 2023 incrementan el riesgo de un menor crecimiento.

La rentabilidad de las entidades bancarias españolas aumentó en 2022 (una vez que se excluyen algunos factores extraordinarios del año previo), llegando a situarse por encima de su coste del capital. Y, además, se observó una mejora generalizada de la calidad crediticia de los balances, con descensos adicionales con respecto a los años previos de los activos dudosos y en vigilancia especial. Todo ello, ha estado condicionado por un entorno macrofinanciero en el que, al tiempo que han aumentado los tipos de interés, impulsando la generación de márgenes, la actividad económica ha sido resiliente, experimentando solo una desaceleración parcial, y las

primas de riesgo se han mantenido contenidas, limitando así los efectos negativos sobre dotaciones por deterioro y costes de financiación.

Desde marzo de este año, los graves problemas financieros experimentados por Silicon Valley Bank (SVB), otros bancos estadounidenses de tamaño mediano y Credit Suisse han desencadenado un descenso de las valoraciones bursátiles bancarias. Esto genera un mayor riesgo a escala global de aumento de los costes de financiación y de tensionamiento de la liquidez del sector bancario, que afecta también a las entidades españolas, y puede presionar negativamente la situación financiera favorable con la que han iniciado 2023. Aun así, estos riesgos se ven mitigados por distintas características del sector bancario español: la ausencia de exposiciones directas de importancia sistémica frente a SVB y Credit Suisse, las diferencias en el modelo de negocio con respecto a estas entidades, en particular en términos de diversificación de los depositantes, con una presencia mayoritaria del sector minorista en el caso español, y una amplia cobertura del fondo de garantía de depósitos, así como una posición de partida de elevada liquidez. El recuadro que acompaña a este resumen analiza en mayor profundidad las circunstancias particulares de las crisis de SVB y Credit Suisse, su repercusión sobre los riesgos bancarios y el posicionamiento de las entidades bancarias españolas, y de otras europeas, frente a estos.

En todo caso, la materialización de los riesgos sobre el crecimiento económico y la inflación podría generar un impacto financiero adicional negativo sobre el sector bancario, de nuevo a través de los costes de financiación, pero también en términos de deterioro de la calidad del crédito. Por todo lo anterior, las entidades deben llevar a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital que permita utilizar el incremento de los beneficios que se ha producido en el período reciente para aumentar la capacidad de resistencia del sector.

A continuación se discuten en más detalle los principales riesgos¹ para la estabilidad del sistema financiero español:

R1 Riesgos geopolíticos

Se mantiene una elevada incertidumbre en relación con la guerra en Ucrania, en particular sobre su duración, que podría ser prolongada, y su posible escalada, que podría dar lugar a un deterioro adicional de las relaciones entre Rusia y los países occidentales y acentuar la dinámica de bloques a escala global.

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

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



FUENTE: Banco de España.

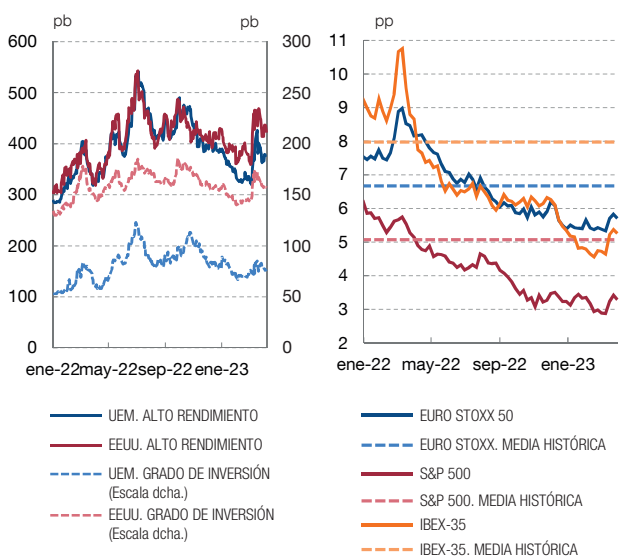
- a En este Informe, **las vulnerabilidades** se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de **los riesgos para la estabilidad financiera**. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.
- b Los riesgos y las vulnerabilidades que aparecen en este esquema se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja el nivel medio y el rojo el nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.

Si bien en la parte final de 2022 y hasta febrero de 2023 se había observado una relajación general de la aversión al riesgo de los inversores, las turbulencias bancarias globales en marzo de este año han generado un repunte de las primas de riesgo para distintas clases de activos financieros (véase gráfico 1). Además, la incertidumbre existente sobre las tensiones geopolíticas implica una fuente de riesgo adicional de corrección abrupta de los precios de los activos financieros, que se suma a otras sobre las perspectivas de crecimiento e inflación. De forma relacionada, la presencia de ciertas señales de valoraciones elevadas a escala global², en instrumentos tanto de renta fija (véase gráfico 2) como variable, hace este riesgo más relevante.

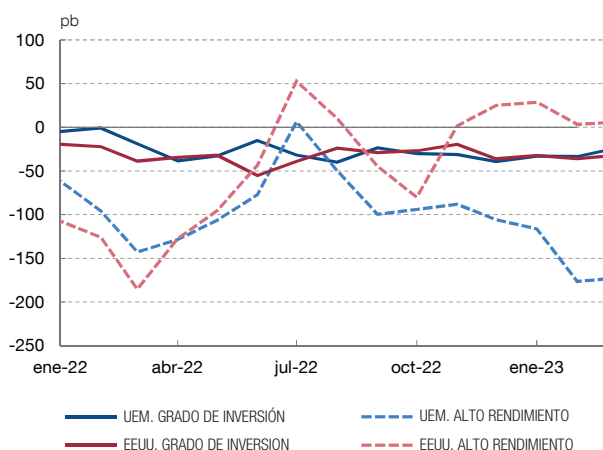
El inicio del conflicto bélico en Ucrania en febrero de 2022 propició un aumento muy significativo de los precios de las materias primas y, en particular, de la energía, que ya presentaban una tendencia ascendente desde mediados de 2021, lo que impulsó las tensiones inflacionistas de forma más general y una desaceleración significativa de la actividad económica. Sin embargo, la flexibilidad de las condiciones de oferta

2 Las señales de valoración elevada se evalúan contrastando los precios de mercado de los activos financieros con su valoración de acuerdo con características fundamentales de los mismos (por ejemplo, expectativa y riesgo sobre la capacidad de generación de renta de los emisores de activos) y de las condiciones generales de mercado (por ejemplo, volatilidad o nivel de los tipos de interés libres de riesgo).

1 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZDA.) (a) Y PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES (DCHA.)



2 DESVIACIONES DE LA PRIMA DE RIESGO DE CRÉDITO CORPORATIVO RESPECTO A DETERMINANTES FUNDAMENTALES (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

- a Alto rendimiento: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial.
- b La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase R. J. Fuller y C.C. Hsia. (1984). "A simplified common stock valuation model". Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023.
- c Se presenta la diferencia entre la prima de riesgo de crédito corporativo observada y la predicha por un modelo de valoración de bonos corporativos basado en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo y el grado de aversión al riesgo de los inversores. Para más detalles, véase J. Gálvez e I. Roibás. "Asset price misalignments: an empirical analysis". Documentos de Trabajo - Banco de España, de próxima publicación.

globales ha sido superior a lo esperado inicialmente. Además, se han adoptado políticas económicas compensatorias del incremento del precio de la energía y de ahorro en su consumo, y las condiciones climatológicas del último invierno han sido benignas.

Todo ello ha evitado los escenarios más adversos, y los precios de la energía han descendido de forma marcada desde la segunda mitad de 2022, situándose actualmente, en el caso del gas y del petróleo, por debajo de los niveles previos al inicio de la invasión de Ucrania en febrero de 2022. A pesar de estos desarrollos favorables, el grado de incertidumbre actual sobre la evolución de los precios de la energía y sobre su transmisión a los precios de los bienes de consumo es todavía muy elevado. Así, la OPEP+ ha anunciado recientemente un recorte de la producción de petróleo que podría suponer un cambio de tendencia en la evolución descendente de su precio.

Además, las tensiones geopolíticas alcanzan también a otras regiones. De forma destacada, se mantienen en el frente político y comercial en las relaciones entre Estados Unidos y China. Todo ello eleva los riesgos de que se consolide una

dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias de eficiencia del proceso de globalización, en particular a medio y a largo plazo.

Los bancos españoles localizan una parte significativa de su actividad en economías emergentes como Latinoamérica o Turquía, por lo que los desarrollos en estas áreas son de relevancia para estos. En los últimos seis meses destacan los episodios de tensión política en Brasil, que se habrían moderado más recientemente. En el caso de Turquía, además de su elevado grado de vulnerabilidades financieras, las catástrofes naturales sufridas también han condicionado negativamente la confianza sobre su evolución económica.

R2 Riesgo de inflación más elevada y persistente

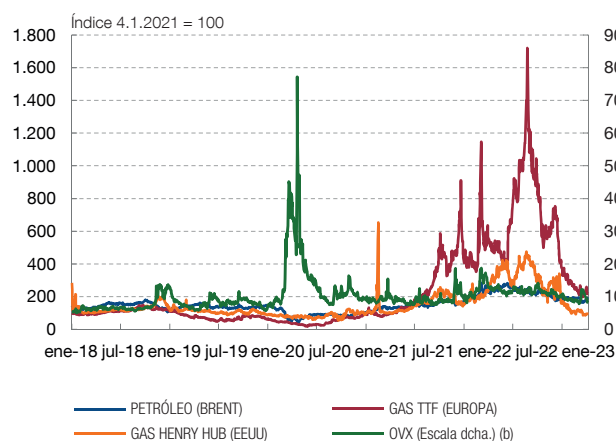
Las altas cifras de inflación alcanzadas a escala global en 2022 han estado impulsadas fundamentalmente por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos, incluida su traslación a la inflación subyacente. El nivel general de precios también se ha visto presionado al alza por cierta persistencia de las disrupciones en las cadenas de suministro global observadas desde 2021, a pesar de su relajación en 2022, y la presión de factores de demanda vinculados, sobre todo, a la eliminación de las restricciones sanitarias relacionadas con el COVID-19. La contribución del incremento de la demanda de ciertos servicios (por ejemplo, el ocio, la restauración y el turismo) ha sido particularmente destacada en este sentido.

La reducción de los costes energéticos en la segunda parte de 2022 (véase gráfico 3) ha contribuido a moderar las dinámicas de inflación globales. Sin embargo, las tensiones geopolíticas implican todavía un riesgo de repuntes de los niveles y la volatilidad de los precios en el mercado de la energía. Un potencial cambio de tendencia en su evolución podría venir marcado por la decisión de la OPEP+ de recortar la extracción de crudo.

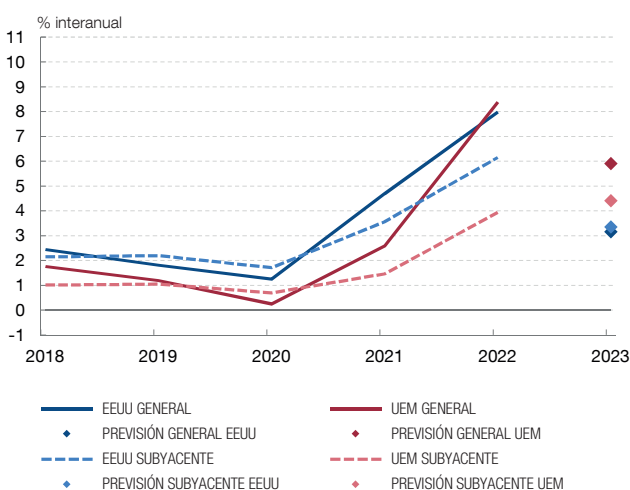
Adicionalmente, el elevado nivel de inflación subyacente aún observado en múltiples geografías (véase gráfico 4) incrementa los riesgos de efectos de segunda ronda, sobre los salarios y sobre los márgenes empresariales. Estos efectos prolongarían e intensificarían las dinámicas de aumento de precios.

También en relación con los efectos de segunda ronda, las medidas fiscales que buscan paliar el aumento del coste de la vida deberían ser temporales, focalizadas en los grupos más vulnerables y compatibles con la eficiencia en las decisiones de consumo, en particular de la energía. De lo contrario, podrían alimentar las dinámicas de inflación, así como requerir una reacción más vigorosa de la política monetaria, que incrementaría los costes de financiación a hogares y empresas, presionando su capacidad de pago.

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



4 EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INFLACIÓN EN LA UEM Y EN EEUU (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, estadísticas nacionales, Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia.

- a Los precios al contado de los tres mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b OVX es la volatilidad esperada a 30 días del precio del crudo en el United States Oil Fund.
- c Los rombos representan las previsiones para 2023 en Estados Unidos y el área del euro, extraídas del *Survey of Professional Forecasters*, elaboradas por la Reserva Federal de Filadelfia y el BCE, respectivamente. Para el área del euro se utiliza el índice de precios de consumo armonizado, mientras que para Estados Unidos se recurre al índice de precios de consumo. Se muestra la tasa de crecimiento media anual.

Por su parte, la apertura de la economía china tras el abandono de las políticas de «COVID cero» genera riesgos contrapuestos sobre la inflación: al alza, por el impulso de la demanda global, en particular de materias primas, y a la baja, por la relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro.

En este contexto de elevada incertidumbre, en el área del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha reforzado la importancia de un enfoque dependiente de los datos para sus decisiones sobre los tipos de interés, que estarán determinadas por su valoración de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Además, ha señalado que está haciendo un atento seguimiento de las actuales tensiones en los mercados y está preparado para responder como resulte necesario para mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. Es esperable que otros bancos centrales mantengan igualmente políticas monetarias proactivas en un entorno global de inflación elevada, al tiempo que estén dispuestos a actuar de forma decidida para frenar episodios de inestabilidad financiera.

Si los riesgos al alza sobre la inflación se materializasen, sería esperable un grado de endurecimiento de la política monetaria superior al reflejado actualmente en las expectativas de mercado, y podrían conducir a una percepción de mayor incertidumbre en los inversores, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo. Alternativamente, una continuación o incremento de las tensiones financieras

observadas en marzo de 2023 podrían por sí mismos suponer un endurecimiento de las condiciones de financiación y tener efectos contractivos sobre la demanda, frenando las presiones inflacionarias. La dificultad para predecir con exactitud en el contexto actual la velocidad e intensidad de la transmisión de la política monetaria a los costes de financiación del sector financiero, hogares y empresas añade, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, una dimensión de riesgo adicional asociada a estas perturbaciones.

R3 Riesgo de contracción de la actividad real

Las altas tasas de inflación, la elevada incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones de financiación moderaron el crecimiento observado en la segunda mitad del año pasado. A pesar de ello, la actividad económica, tanto a escala global como del área del euro y de España, se ha mostrado más resistente de lo esperado hace unos meses, reduciendo la probabilidad de escenarios de recesión en este año 2023 (véase gráfico 5).

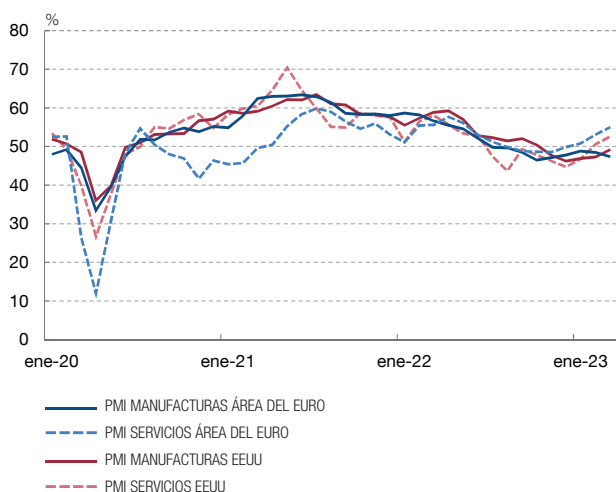
A ello ha contribuido, en primer lugar, una evolución más favorable de las condiciones de oferta en la segunda mitad del año pasado, revirtiéndose los aumentos del precio de la energía que se produjeron en la primera parte de este y observándose también una relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor, que continuaría en la primera mitad de 2023. Como ya se ha señalado en relación con la inflación, las perturbaciones de los mercados energéticos siguen planteando riesgos sobre las condiciones de oferta y podrían deshacer las mejoras recientes de la actividad.

La demanda se ha mostrado también más vigorosa de lo que se anticipaba, a pesar de la elevada incertidumbre. Esto, en parte, habría sido consecuencia de las reservas de ahorro y de liquidez que acumularon hogares y empresas durante la fase inicial de la pandemia, así como del soporte proporcionado a las rentas de los hogares por la política fiscal y el buen desempeño del mercado laboral. Sin embargo, el efecto acumulado negativo de la inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación, que todavía no se habría trasladado completamente a familias y empresas, plantean riesgos de que este componente de la actividad evolucione de manera más contractiva. Los episodios de turbulencias bancarias en marzo de 2023 pueden operar también en este sentido.

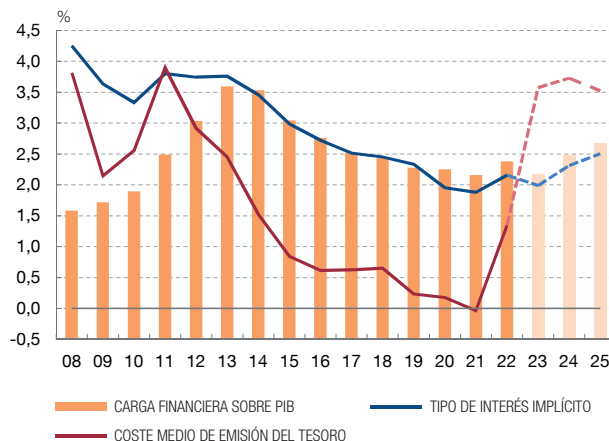
Las principales vulnerabilidades³ de la economía y del sistema financiero español incluyen:

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

5 EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS



6 COSTE DE LA DEUDA PÚBLICA



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

V1 Nivel elevado de endeudamiento público

El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) cerró 2022, de acuerdo con los datos más recientes disponibles, en el 4,8 % del PIB, 2,1 puntos porcentuales (pp) menos que en 2021. La ratio de deuda pública sobre el PIB también se ha reducido, continuando la tendencia iniciada desde el segundo trimestre de 2021, y alcanzaba un 113,2 % del PIB en diciembre de 2022, casi 7 pp por debajo de su nivel al cierre de 2020 (120,4 % del PIB). La expansión del producto nominal está desempeñando un papel destacado en la moderación la ratio de deuda pública, y se espera que permita una cierta reducción adicional hasta el 109 % del PIB en 2024.

El endurecimiento de la política monetaria ha contribuido de forma fundamental al aumento de los tipos de interés de emisión de la deuda pública española, situándose en diciembre de 2022 para los plazos a uno y a diez años, respectivamente, 309 puntos básicos (pb) y 251 pb por encima de los niveles observados en el mismo mes del año anterior. Sin embargo, el impacto de este aumento de tipos en los gastos por interés de las AAPP ha sido moderado, debido a que los plazos de la deuda preexistente son relativamente largos, de acuerdo con la estrategia de financiación implementada por el Tesoro en periodos previos, y la amortización de deuda emitida a tipos de interés comparativamente elevados durante la crisis financiera global sigue compensando el impacto del mayor coste de las nuevas emisiones (véase gráfico 6). Así, el tipo medio implícito de la deuda pública española se situó en 2022 en el 2,1 %, solo 0,2 pp por encima de su nivel de 2021.

Desde el fin de 2021 se han observado además solo aumentos contenidos de los diferenciales de coste de la deuda pública a diez años española con respecto a la deuda alemana, alcanzando un máximo de 136 pb en el mes de junio de 2022

(aproximadamente 58 pb de incremento con respecto a diciembre de 2021), para moderarse después y situarse en torno a 100 pb al final del primer trimestre de 2023. Las turbulencias bancarias globales de marzo de 2023 solo han implicado un aumento muy temporal y limitado de la prima de riesgo soberana de España, que ha revertido con rapidez.

A pesar de los signos de contención en el corto plazo de esta vulnerabilidad, las previsiones económicas siguen contemplando un elevado endeudamiento público en España en los próximos años. El nivel de déficit público estructural se estima también elevado. Además, la prolongación de tipos de interés más elevados se trasladará también progresivamente a un aumento de los costes medios de la deuda. Esta situación presupuestaria supone un elemento de vulnerabilidad de la economía ante cambios del sentimiento de los mercados y limita el espacio fiscal disponible frente al potencial deterioro de las condiciones de financiación o al freno de la actividad. Además, el mantenimiento de un nivel elevado de deuda del sector público puede incrementar el coste de cubrir las necesidades de financiación de hogares y de empresas.

En este contexto, como ya se ha señalado en números anteriores de esta publicación, debe iniciarse un proceso de consolidación fiscal, ya en 2023, que permita reducir progresivamente el nivel de esta vulnerabilidad y mejorar el margen de actuación de la política fiscal ante futuras perturbaciones. En particular, la reducción de un componente estructural elevado del déficit requiere una acción decidida y sostenida en el tiempo, aunque esta se gradúe de acuerdo con la evolución macroeconómica. La combinación de un uso intensivo de los fondos europeos del programa NGEU —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio de la consolidación fiscal permitiría reducir el coste a corto plazo en términos de menor actividad asociado con este proceso de reequilibrio fiscal.

En la valoración de la posición fiscal de España hay que tener en cuenta también que la desactivación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2024 marcará el retorno a un contexto de reglas fiscales a escala europea. De acuerdo con las últimas orientaciones de la Comisión Europea para la política fiscal de los países miembros, España deberá presentar, ya esta primavera, un programa de estabilidad que conduzca no solo a un déficit de las AAPP sistemáticamente por debajo del 3%, sino que propicie también una senda continuamente descendente de la deuda.

V2 Debilidad financiera de hogares y empresas

Los beneficios empresariales en España han mostrado una evolución heterogénea por tamaño de empresa y sectores. Así, dentro del sector de pymes, fue mayor la

proporción de empresas que empeoraron sus resultados entre abril y septiembre del año pasado que la de las que los mejoraron, y, en el conjunto del año, la evolución de los beneficios ha sido menos favorable en los sectores donde la actividad ha sido menos dinámica y la traslación de subidas de costes a precios ha sido más parcial, como es el caso de la industria manufacturera. En estos sectores se habría incrementado además la proporción de empresas que presentan vulnerabilidades financieras.

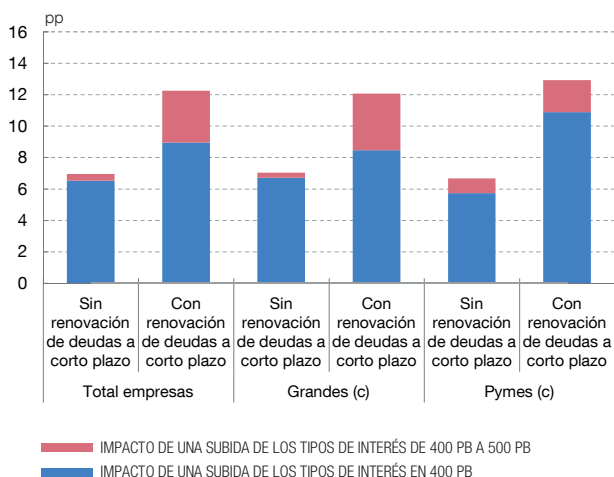
La carga financiera de las empresas está aumentando, pero todavía de forma moderada, en parte por la transmisión incompleta de las subidas de tipos de interés de la política monetaria al coste de los préstamos bancarios y por un mayor peso, con respecto a períodos pasados, del *stock* de deuda a largo plazo y tipo fijo, en particular la relacionada con los préstamos ICO desplegados a partir del inicio de la pandemia. Sin embargo, al cierre del año ya se había trasladado al coste medio de la deuda bancaria de las empresas no financieras el 40 % de la subida registrada por el euríbor a tres meses durante el año. El coste de financiación empresarial en los mercados mayoristas ha aumentado de forma más marcada a lo largo de 2022, condicionado por el endurecimiento de la política monetaria, y a pesar de cierta relajación de las primas de riesgo corporativas en el último trimestre del pasado año.

De cara al futuro, cabe esperar que el coste de financiación de las empresas aumente, conforme avance el grado de transmisión de la política monetaria, sobre todo si esta se endurece aún más. La evolución de las primas de riesgo es más difícil de predecir, pero estas suelen aumentar cuando se tensionan las condiciones de financiación. Por todo esto, es esperable un aumento de la proporción de empresas sometidas a presión financiera elevada, en particular en la medida en que sea necesario renovar las deudas que vencen en plazos más cortos (véase gráfico 7). En este sentido también, los episodios recientes de turbulencias bancarias pueden presionar adicionalmente el coste de financiación de las empresas a través del canal de prima de riesgo y reducir la disponibilidad de financiación externa. Además, si las tensiones financieras se tradujeran en la materialización de riesgos sobre la actividad, esto reduciría la capacidad de las empresas de generar ingresos con los que hacer frente a sus obligaciones de pago.

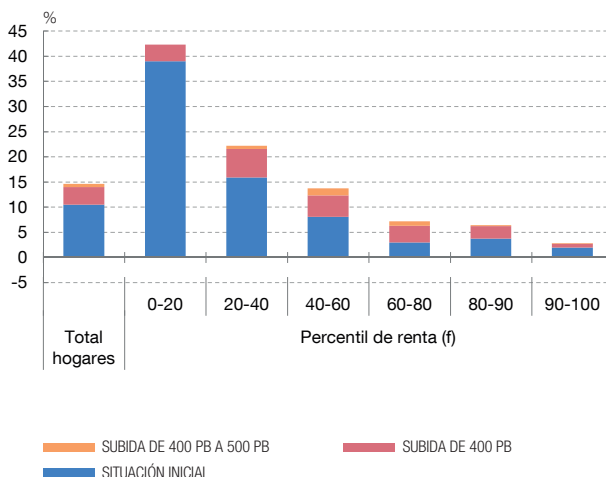
Por su parte, el fuerte aumento de la inflación se ha traducido en una caída del 4,4 % de la renta disponible real de los hogares en 2022 con respecto al año anterior y el repunte de los tipos de interés está restando a los hogares endeudados capacidad de gasto y de hacer frente a sus obligaciones financieras. Estos efectos negativos sobre el poder adquisitivo serían más elevados en los hogares endeudados de menor renta.

La traslación de la subida de los tipos de interés de mercado al coste de la deuda viva de los hogares ha sido todavía moderada en 2022. Así, por ejemplo, a finales

7 AUMENTO ESTIMADO DEL PESO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ELEVADA PRESIÓN FINANCIERA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a) (b)



8 IMPACTO DE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA (d) (e)



FUENTE: Banco de España.

- a Se definen como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor de uno.
- b En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y a los créditos a largo plazo y tipo flexible. En el caso de los depósitos se supone una traslación del tipo de referencia en línea con las regularidades históricas. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo. Estas estimaciones se han realizado con los datos de la Central de Balances Integrada correspondiente al año 2021.
- c Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.
- d Simulaciones realizadas a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020). El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable, y parcialmente a los tipos de interés de los depósitos.
- e La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.
- f Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.

del año pasado se había trasladado al coste de las hipotecas vivas de los hogares cerca del 30 % de la subida registrada por el euríbor a doce meses durante el año. Se espera un mayor encarecimiento de los préstamos bancarios a hogares en los próximos trimestres, en particular debido a la revisión de las cuotas hipotecarias en contratos preexistentes a tipo variable. La mayor contratación a tipo fijo en los años recientes limita el tamaño de este canal de transmisión con respecto a períodos previos, pero las hipotecas a tipo variable o mixto representaban todavía algo más del 70 % del *stock* en diciembre de 2022. En conjunto, se espera que el actual ciclo de subidas de tipos de interés incremente la proporción de hogares endeudados con carga financiera elevada, en particular en algunos de los percentiles inferiores de renta (véase gráfico 8).

Si las turbulencias bancarias en marzo de 2023 se generalizaran a tensiones más amplias en los mercados financieros, estas podrían reducir las presiones inflacionarias, condicionando las decisiones de la autoridad monetaria sobre los tipos de interés. Sin embargo, el alivio que esto podría suponer para la situación financiera de los hogares podría verse contrarrestado por el menor dinamismo de la actividad, el aumento de las primas de riesgo y el menor acceso a la financiación ajena.

Ante el aumento de la presión financiera sobre los hogares, la modificación de las condiciones contractuales de su deuda para facilitar el servicio de la misma, en particular para aquellos en una situación más vulnerable, se plantea como una posibilidad de gestión financiera que maximice las probabilidades de recobro de los prestamistas y mitigue el potencial impacto negativo de los impagos sobre el consumo y el acceso al crédito de los hogares.

La reforma de finales de 2022 del Código de Buenas Prácticas Bancarias (CBP), introducido originalmente en el Real Decreto-ley (RDL) 6/2012, busca ordenar las reestructuraciones de deuda cuando se dirigen a segmentos de hogares con alto grado de vulnerabilidad socioeconómica. Además, para hogares de renta media, el RDL 19/2022 introduce un nuevo CBP que permite modificar las condiciones contractuales y dilatar en el tiempo el rápido aumento de los tipos de interés y su impacto en la carga hipotecaria. Adicionalmente, para el conjunto de los hogares con deudas hipotecarias, la reforma normativa ha reducido de forma temporal los costes de amortización anticipada total o parcial de la misma y de la conversión de esta de tipo variable a fijo, algo que podría redundar en un proceso de desapalancamiento y reduciría su vulnerabilidad ante subidas adicionales de los tipos de interés.

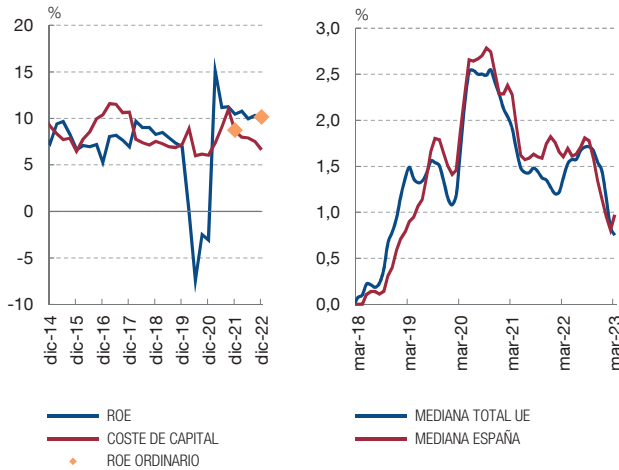
Los costes y los beneficios de las reestructuraciones de deuda y, de forma más general de las modificaciones contractuales de esta⁴, así como su distribución entre prestamistas y prestatarios, pueden ser muy diferentes en función de su diseño e implementación, tanto para las operaciones amparadas en Códigos de Buenas Prácticas como para las que quedan fuera de su ámbito. Con el propósito de contribuir al análisis de estos costes y beneficios, el capítulo temático de este IEF analiza la experiencia bancaria con el CBP del RDL 6/2012, su reforma y la introducción de un nuevo CBP de alcance temporal en 2022 y, de forma más general, la calidad crediticia de las reestructuraciones de operaciones con garantía inmobiliaria con los hogares.

V3 Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero

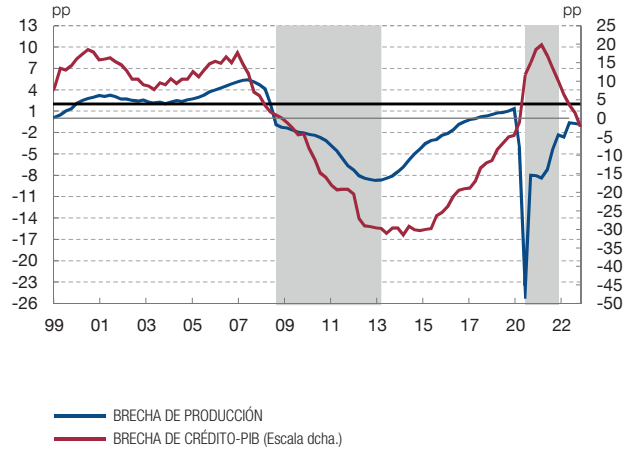
La evolución de la rentabilidad del sector bancario español ha sido muy favorable en 2022. En términos de rentabilidad sobre capital (ROE, por sus siglas en inglés), la mejora observada en 2022, excluyendo factores extraordinarios, fue de 140 pb, alcanzando un nivel del 10,2 %. De hecho, se situó ampliamente por encima del nivel

⁴ La terminología RDL 6/2012 se refiere específicamente a reestructuraciones de deuda. Sin embargo, la modificación de condiciones contractuales bajo esta norma u otros supuestos del RDL 19/2022 no implica automáticamente la clasificación como reestructuración para propósitos de provisiones contables de acuerdo con la normativa del Anejo 9 de la Circular 4/2017. Es necesario evaluar para este propósito, en cada caso, la capacidad de los deudores concretos de mantenerse al día de sus obligaciones de pago en ausencia de la modificación de condiciones.

9 EVOLUCIÓN DEL ROE Y DEL COSTE DE CAPITAL (IZDA.) Y DISTRIBUCIÓN DEL INDICADOR SRISK DE RIESGO SISTÉMICO (DCHA.) (a)



10 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)



FUENTES: Datastream, SNL Financial, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los rombos del subpanel izquierdo muestran el ROE excluyendo resultados extraordinarios para 2021 y 2022. El indicador SRISK recoge el capital adicional para cubrir, ante un *shock* de mercado significativo, los requerimientos de capital bancario a valor de mercado, expresándolo como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5 % para los requerimientos de capital, el 10 % para la caída del índice europeo de renta variable y 22 días laborables para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Broto, L. Fernández Lafuerza y M. Melnychuk. (2022). "Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?". Documentos de Trabajo - Banco de España, 2243 para más detalles. El índice SRISK para los meses del primer trimestre de 2023 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del cuarto trimestre de 2022 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. Datos actualizados a 31 de marzo de 2023.
- 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 P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales - Banco de España, 1603. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25,000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán.(2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales - Banco de España, 1906. Datos disponibles hasta diciembre de 2022. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal negra representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

medio del 7,5 % de coste de capital (COE, por sus siglas en inglés) estimado durante el año (véase gráfico 9). El deterioro de las condiciones globales de financiación y, más en particular, el descenso de las valoraciones bursátiles del sector, podrían contribuir, sin embargo, a un aumento del COE en los próximos trimestres.

Los bancos españoles continuaron además en 2022 con la mejora de la calidad de sus balances, y a mayor ritmo que en el período 2020-2021. En particular, el crédito dudoso en España descendió un 18,5 % interanual durante el último año. En términos de ratio de préstamos dudosos, esta se situó en el 3,5 % al final de 2022, tras descender 75 pb en el último año, y este descenso fue generalizado entre sectores. El crédito en vigilancia especial⁵ también se redujo, pero, en este caso, el comportamiento sectorial fue desigual, con un incremento en los préstamos a

5 De acuerdo con la Circular 4/2017, un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aun sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se haya observado un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

hogares y con un descenso en los destinados a empresas. La desaceleración de la actividad a lo largo del año pasado no parece estar reflejando, al menos por el momento, en un aumento de los deterioros de calidad crediticia en España registrados por las entidades.

La evolución positiva de los balances y de la valoración de mercado de los bancos españoles había llevado también a una menor contribución al riesgo sistémico, que se habría revertido solo muy parcialmente por el incremento de la aversión al riesgo de los inversores y la caída de las cotizaciones en marzo de 2023 (véase gráfico 9). No obstante, en este contexto favorable los bancos españoles redujeron su ratio de solvencia CET1 durante el año pasado. En diciembre de 2022, la ratio de CET1 se situaba en el 13 %, 25 pb menos con respecto a la misma fecha de 2021. Esto se debió fundamentalmente a la contribución negativa de la variación de los activos ponderados por riesgo⁶, que solo se vio parcialmente compensada por una contribución positiva menor de la variación en el numerador de la ratio.

En el contexto actual, en el que se combinan una elevada rentabilidad presente y significativas incertidumbres a distintos horizontes temporales, las entidades deben acumular recursos de absorción de pérdidas que les permitan afrontar situaciones inesperadas sin restringir la oferta de crédito a proyectos solventes. En particular, deben mantener una elevada prudencia en sus políticas de provisiones y de planificación de capital. Es igualmente necesario un reconocimiento adecuado y temprano de los riesgos, que preserve la confianza en el sector.

La materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en este Informe puede tener un impacto significativo negativo sobre la rentabilidad y la solvencia de los bancos. En primer lugar, el aumento de los tipos de interés ha incrementado hasta ahora en mayor medida los ingresos de los bancos que sus costes de financiación, siendo el factor con mayor influencia positiva en la evolución de la rentabilidad en 2022. Factores como la holgada situación de liquidez con la que el sector bancario español afronta este ciclo de subidas de tipos de interés y el nivel negativo del que partían estos han contribuido a contener hasta ahora el coste de los depósitos bancarios, para los que se observa un grado muy reducido de transmisión del aumento de los tipos de política monetaria, y de la necesidad de captar financiación mayorista.

Estos factores también posicionan al sector bancario español de forma favorable para absorber las consecuencias de las turbulencias financieras que han afectado al sector bancario a nivel global en marzo de 2023, y que suponen una perturbación significativa de las expectativas previas y pueden encarecer el coste de los depósitos

⁶ Los activos ponderados por riesgo son una medida de los riesgos que un banco mantiene en sus carteras. Cada activo se multiplica por un coeficiente, que es mayor cuanto mayor es el riesgo asociado a este, para obtener así una cifra de activos ponderados por riesgo.

y de otras fuentes de financiación bancaria. Mientras tanto, las entidades deben aprovechar la situación de rentabilidad actual para aumentar su capacidad de absorción de pérdidas inesperadas.

El repunte reciente en la aversión al riesgo en los mercados financieros ha incrementado también la preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades en el segmento de intermediación financiera no bancaria (IFNB). Estas aparecen vinculadas con posiciones de liquidez ajustadas, en particular en el segmento de los fondos de inversión abiertos, y, en otros casos, con un grado de apalancamiento elevado, y pueden elevar el impacto de las turbulencias bancarias iniciadas en marzo de 2023 sobre la situación financiera de estos intermediarios. Esto, a su vez, podría generar un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación del sector bancario, con el que el segmento IFNB mantiene conexiones directas e indirectas, y efectos adicionales de retroalimentación adversa entre ambos tipos de intermediarios. Los factores de liquidez y de apalancamiento fueron determinantes del episodio de tensión experimentado en otoño de 2022 en el sector de fondos de pensiones en el Reino Unido, y también han desempeñado un papel importante en las crisis de SVB y Credit Suisse.

En el pasado, los sectores de fondos de inversión, y otros segmentos de IFNB, han mostrado un comportamiento procíclico, exacerbando las correcciones a la baja de precios, y no hay indicios que señalen que sería esperable un patrón distinto en caso de que se mantenga o intensifique el repunte de la aversión al riesgo. En España, los fondos de inversión presentan una situación de liquidez más holgada, que limita este riesgo. Sin embargo, el conjunto del sector financiero español se vería afectado si se produjeran correcciones en los mercados financieros mundiales, que pueden ser propiciadas por la acumulación de vulnerabilidades en segmentos IFNB de otras geografías.

V4 Signos incipientes de desequilibrios inmobiliarios

El número de compraventas de vivienda y el flujo de nuevo crédito hipotecario se frenaron notablemente en la segunda mitad de 2022, llegando a registrar tasas de variación interanual negativas durante el cuarto trimestre del año. En particular, el volumen de nuevas hipotecas concedidas durante los últimos tres meses de 2022 fue un 5,4% inferior al observado en el mismo período del año anterior. Este freno de la actividad en el mercado de la vivienda estaría influido por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, la elevada incertidumbre y el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación del crédito hipotecario. A pesar de esto, los volúmenes de compraventas y nuevas hipotecas se mantienen por encima de los niveles observados en los años previos a la pandemia.

Los precios de la vivienda también han perdido dinamismo, pero de forma mucho más moderada, a lo que habría contribuido la persistencia de cierta debilidad de la oferta de vivienda. Así, su tasa de crecimiento interanual alcanzaba el 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022, 2,1 pp por debajo de la observada tres meses antes. Los precios de la vivienda se sitúan a diciembre de 2022 un 12,6 % por encima del nivel observado al inicio de la pandemia, lo que suponía un crecimiento 1,1 pp inferior al de los precios de los bienes de consumo en ese periodo (13,7 %). Además, la ratio de precios de la vivienda en relación con la renta de los hogares se sitúa en niveles relativamente elevados y mantiene una tendencia ascendente desde 2014.

En este sentido, los indicadores sobre desequilibrios en los precios de este mercado (en relación con su crecimiento a largo plazo, con los niveles de tipos de interés y renta, etc.) continúan mostrando algunas señales de sobrevaloración desde 2020, si bien estas son contenidas por el momento y el endurecimiento de las condiciones de financiación podría contribuir a su moderación. Debe tenerse en cuenta también que los precios de los nuevos alquileres están experimentando aumentos significativos, que podrían condicionar la evolución de los precios de la vivienda en trimestres futuros.

En el conjunto de 2022, los estándares de concesión de crédito de las nuevas hipotecas para la adquisición de vivienda se han mantenido relativamente estables en niveles prudentes, tanto en relación con el valor del colateral —*loan-to-value*— como con la renta —*loan-to-income*—. El comportamiento expansivo del mercado inmobiliario durante la primera mitad de 2022 no habría estado acompañado así de una mayor asunción de riesgos en estas dimensiones.

A pesar de que el aumento de los tipos de referencia se ha trasladado a mayores tipos de interés de los nuevos préstamos hipotecarios en la segunda mitad de 2022, los diferenciales de los tipos en estas operaciones con respecto a los primeros continuaron estrechándose. Así, la rentabilidad de estas operaciones podría situarse más fácilmente en niveles muy reducidos, o incluso generar pérdidas, ante los posibles repuntes de los costes de financiación bancaria o el deterioro de la capacidad de pago de los prestatarios.

Orientación de la política macroprudencial

Al igual que en el IEF de otoño de 2022, se mantiene la incertidumbre sobre la evolución macroeconómica a corto plazo, si bien los focos de riesgo se han desplazado, en parte, de los mercados energéticos a los financieros y al sector bancario internacional, y a la persistencia de la inflación subyacente. Se sigue también sin observar evidencia de acumulación de desequilibrios sistémicos en el crédito al sector privado en España. De hecho, la brecha de crédito-PIB ajustada al ciclo financiero de España se ha reducido por debajo del umbral de activación del

colchón de capital anticíclico (CCA), como anticipaba su evolución descendente desde 2021 (véase gráfico 10). No se observan tampoco señales de desequilibrio en otros indicadores vinculados al crecimiento del crédito. Además, la normalización de la actividad económica en 2021 y 2022 ha reducido el valor negativo de la brecha de producción, aunque su mejora se ha frenado en la segunda mitad de 2022 por el menor dinamismo de la actividad. En este sentido, será relevante constatar también si la esperada ralentización del mercado inmobiliario se confirma, como así parecen indicar los datos más recientes. Finalmente, el episodio reciente de turbulencias bancarias genera riesgos adicionales a la baja tanto en la evolución del crédito como de la actividad. En consecuencia, los indicadores disponibles son consistentes con el mantenimiento actual del CCA en el 0% y la ausencia de activación de otras medidas macroprudenciales.

