



























1

RESUMEN EJECUTIVO

1 RESUMEN EJECUTIVO

Esquema 1.1

Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera (a)

 HOGARES	 Nivel de endeudamiento históricamente bajo  Buena evolución de renta, empleo y riqueza  Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés
 EMPRESAS	 Nivel de endeudamiento históricamente bajo  Buena evolución de los beneficios  Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés
 SECTOR PÚBLICO	 Nivel de endeudamiento alto  Riesgos al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.)  Indefinición de los planes de consolidación fiscal
SECTOR BANCARIO  SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO	 Coyuntura favorable para la rentabilidad bancaria  Posiciones de liquidez y solvencia bancaria notablemente por encima de requerimientos  Refuerzo limitado de la solvencia bancaria en el período 2022-2024  Mayor dinamismo del crédito al sector privado en España en 2024  Evolución favorable de las ratios de crédito dudoso y en vigilancia especial  El sector financiero no bancario continúa ganando peso en relación con el bancario y sus vulnerabilidades a nivel global (alto apalancamiento y transformación de liquidez) pueden amplificar shocks y contribuir a endurecer las condiciones de financiación, afectando al sector bancario vía interconexiones  Los fondos de inversión abiertos domiciliados en España presentan un menor apalancamiento que la media europea
 MERCADO INMOBILIARIO	 Incremento del precio real de la vivienda por la fortaleza de la demanda en relación con la oferta. En este contexto, los indicadores de desequilibrios de precios en el mercado de la vivienda permanecen en niveles moderados  Los criterios de concesión de crédito hipotecario se mantienen estables
 MERCADOS FINANCIEROS	 Tensiones en el mercado de deuda pública de EEUU y depreciación del dólar tras los cambios en la política arancelaria  Repunte elevado en abril de la volatilidad en los mercados de renta variable debido a la incertidumbre sobre el futuro de las políticas económicas  Las valoraciones de los activos con riesgo permanecen elevadas  Elevada concentración de la capitalización bursátil global en el sector tecnológico

FUENTE: Banco de España.

a Los escudos con signo positivo (negativo) señalan circunstancias de la situación financiera de cada sector que constituyen fortalezas (vulnerabilidades) frente a la posible materialización de riesgos. Las fortalezas (vulnerabilidades) reducen (incrementan) la probabilidad de ocurrencia y/o el impacto de los riesgos para la estabilidad financiera.

La situación financiera de los sectores más relevantes para la estabilidad del sistema financiero español ha evolucionado de manera favorable desde la publicación del último *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF) en otoño de 2024, aunque persisten algunos elementos de vulnerabilidad en un entorno geopolítico y macrofinanciero global marcado por una elevada incertidumbre.

Hogares y empresas

Los hogares y las empresas no financieras españolas han fortalecido su situación financiera (véanse las secciones 2.1 y 2.2) y ambos sectores mantienen unos niveles de endeudamiento reducidos en comparativa histórica. Además, sus niveles de rentas y de empleo han presentado una buena evolución. Por otra parte, la relajación de la política monetaria en el área del euro y la consiguiente bajada de los tipos de interés de referencia han comenzado a reducir la carga de intereses sobre la renta para ambos sectores, si bien esta ha permanecido en torno a los niveles más elevados de la última década.

Sector público

En contraste, las Administraciones Públicas españolas mantienen una situación financiera más vulnerable¹ (véase sección 2.3). La ratio de endeudamiento sobre PIB, que se redujo en 2024 en 3,3 puntos porcentuales (pp), sigue en niveles elevados (101,8 %). El déficit público se situó en el 3,2 % del PIB en 2024, tres décimas menos que un año antes. Tal como ha venido ocurriendo desde 2021, el descenso de la ratio de endeudamiento se debe al aumento nominal del PIB, que ha superado la presión de un déficit primario positivo, mayores gastos por intereses y el efecto de gastos extraordinarios, como los vinculados a la catástrofe de la DANA de otoño de 2024. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, estos niveles de endeudamiento y de déficit público descenderán solo moderadamente en los próximos años.

El previsible incremento del gasto militar, un reto compartido a nivel europeo, eleva el riesgo de que el endeudamiento público español se desvíe por encima de las previsiones. A esto contribuyen también el envejecimiento poblacional y la necesidad de financiación pública de parte de las transiciones digital y climática de la economía española.

Este elevado nivel de endeudamiento público reduce la capacidad de usar la política fiscal para absorber potenciales perturbaciones adversas sobre la economía española. Asimismo, implica una mayor sensibilidad del gasto público a un posible endurecimiento de las condiciones de financiación. Una mayor concreción del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 (PFEMP) del Gobierno de España, que carece actualmente de medidas específicas para su cumplimiento, contribuiría a contener estos factores de vulnerabilidad.

¹ En este Informe se analiza la situación financiera de hogares y empresas, Administraciones Públicas e intermediarios financieros, incidiendo en sus principales vulnerabilidades, que son aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.

El sector bancario español continúa presentando una evolución favorable de su situación financiera, al tiempo que mantiene estable su capacidad de resistencia frente a riesgos. Así, en 2024 aumentó de nuevo su rentabilidad, impulsada por el crecimiento del margen de intereses y, en menor medida, de las comisiones netas y resultado de operaciones financieras (véase sección 3.1). La rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) alcanzó el 14,1 % tras aumentar 1,7 pp en términos interanuales y 3,7 pp desde 2021. De forma similar, la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés) se incrementó en 14 puntos básicos (pb) hasta el 0,93 %. Los resultados del primer trimestre de 2025 de los bancos cotizados españoles continúan mostrando avances interanuales de los beneficios.

Esta mejora en la generación de beneficios se ha traducido en un aumento del volumen de los dividendos y las compras netas de acciones propias, situándose en un 1,1 % de los activos ponderados por riesgo en 2024, frente al 0,9 % del año anterior y al 0,4 % de 2021 (véase sección 3.1.1). Como contrapartida, esta mayor distribución de beneficios limita el crecimiento del capital disponible para afrontar escenarios económicos adversos.

A este respecto, la posición de solvencia de los bancos españoles se reforzó moderadamente en el último año, con un crecimiento de 30 pb de la ratio de CET1², hasta el 13,5 %, contando con un colchón voluntario del 3,6 %³. Por su parte, la ratio de apalancamiento creció 13 pb hasta el 5,7 %.

La ratio de CET1 de los bancos españoles es inferior a la del resto de principales sistemas bancarios europeos, mientras que la ratio de apalancamiento se sitúa en un nivel comparable⁴. La diferencia con la banca europea es también más reducida en términos del colchón voluntario de la ratio de CET1 (véase sección 3.1.2).

Los resultados de distintos ejercicios de estrés muestran una capacidad de resistencia agregada notable frente a escenarios de materialización de riesgos sistémicos. Esta resistencia estaría también apoyada en una cierta reducción del crédito en estos escenarios, que ayuda a compensar parcialmente el consumo del capital disponible⁵.

2 La ratio de CET1 se define como el capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés), que es el capital de mayor calidad, dividido por los activos ponderados por riesgo. Los activos con menores riesgos financieros asociados (por ejemplo, la deuda pública) reciben una menor ponderación en el cálculo del denominador. La lógica de esta menor ponderación es que es menos probable que los activos con menor riesgo generen pérdidas inesperadas que requieran ser absorbidas por el capital disponible.

3 El colchón voluntario es la diferencia entre la ratio de CET1 y la suma del nivel requerido de esta por los supervisores prudenciales más la guía de Pilar 2. El dato proporcionado considera solo los requerimientos de CET1, para ser comparable con el dato europeo proporcionado por la Autoridad Bancaria Europea. Teniendo en cuenta los requerimientos de capital de nivel 1 (*Tier 1*, por su denominación en inglés) y de capital total, así como el de ratio de apalancamiento y el requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés), el capital voluntario de los bancos españoles en su conjunto se sitúa en el 3,0 %.

4 La ratio de apalancamiento se define como el capital de nivel 1 (capital de nivel 1 ordinario más capital adicional de nivel 1) dividido por los activos dentro y fuera de balance, sin ponderar por riesgo.

5 La reducción del crédito se observa en los ejercicios de estrés con componente dinámico como el FLESB de 2024 y el llevado a cabo en el FSAP de España de ese mismo año (véase párrafo 62 de la *Nota Técnica sobre Análisis de Riesgo Sistémico*).

El tamaño del activo consolidado de los bancos españoles creció en 2024 un 3,3 %, impulsado por el negocio en el extranjero (véase sección 3.1.3). En el caso del negocio doméstico, los bancos españoles incrementaron en 2024 el crédito a hogares y empresas no financieras residentes en España (véase sección 3.1.4) un 1,2 % y un 0,4 %, respectivamente. Estos crecimientos son moderados, pero confirman la reversión de la evolución contractiva del crédito en España observada entre finales de 2022 y mediados de 2024 y asociada a las subidas de tipos de interés de referencia iniciadas en 2022.

La calidad crediticia de los préstamos al sector privado en España mejoró en 2024. Así, la ratio de dudosos⁶ se situó en diciembre de 2024 en el 3,2 % y la de vigilancia especial⁷ en el 6,4 %, 0,2 pp y 1,2 pp menos, respectivamente, que un año antes (véase de nuevo la sección 3.1.4).

En un entorno de reducción de los tipos de política monetaria, el coste medio del pasivo bancario se estabilizó en el 3,1 % en diciembre de 2024 (véase sección 3.1.5). Por categorías de pasivo, destacó la estabilización de la remuneración media de los depósitos de hogares y empresas. Previsiblemente, el descenso de los tipos de política monetaria se trasladará a descensos del coste de pasivo en los próximos trimestres.

En términos de liquidez (véase sección 3.1.5), los bancos españoles mantienen una posición favorable. Las ratios de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) de las principales entidades españolas se situaban en diciembre de 2024 respectivamente en el 167,9 % y el 132,9 %, por encima de las medias europeas de 163,4 % y 127,1 % y de forma holgada por encima de sus requerimientos mínimos del 100 %. La posición de liquidez es favorable tanto en las posiciones en euros como en las del resto de divisas significativas para el negocio de los bancos españoles.

Sector financiero no bancario

El sector financiero no bancario (SFNB) (véase sección 3.2) representa una proporción creciente del sistema financiero, a nivel global y europeo, y también en España⁸. Si bien los bancos retienen un papel dominante en el caso de España, el potencial deterioro de la

6 Se clasifican como dudosos aquellos préstamos en los que existe una probabilidad significativa de incumplimiento por parte del deudor, bien porque han pasado más de 90 días desde que el deudor no ha realizado el pago de capital o intereses, bien porque se percibe una duda razonable sobre la capacidad del cliente para cumplir con sus obligaciones, aunque no hayan vencido.

7 Se clasifican en vigilancia especial aquellos préstamos que, sin haber alcanzado el deterioro correspondiente a «dudoso», muestran indicios de deterioro en la situación financiera del deudor o en la calidad del crédito.

8 El sector financiero no bancario (SFNB) incluye los fondos del mercado monetario, los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios. A su vez, esta última subcategoría incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las SGIC, sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades *holding*, filiales instrumentales emisoras de valores y resto de entidades financieras especializadas.

situación del SFNB a nivel europeo y global afectaría también a la estabilidad del sistema financiero español a través de interconexiones directas (véase sección 3.3), de ajustes a la baja del precio de activos en los que se mantienen posiciones comunes y de un endurecimiento general de las condiciones financieras en los mercados mayoristas (véase sección 4.2). En este sentido, se mantiene la preocupación a nivel global por el elevado grado de apalancamiento y las posiciones de liquidez ajustadas de algunos subsectores del SFNB, en particular los fondos de inversión con posición abierta y los *hedge funds*^{9,10}.

Mercado inmobiliario

El saldo de crédito destinado a la compra de vivienda creció en España en 2024 un 0,5 % en términos interanuales, mientras que el flujo de crédito para nuevas operaciones hipotecarias sobre vivienda creció un 34,6 %. No obstante, este flujo de nuevas hipotecas se mantiene en valores contenidos en relación con el saldo de crédito al sector privado o el PIB nominal (véase sección 4.1).

La expansión del crédito nuevo hipotecario en 2024 se ha producido en un contexto de fuerte crecimiento de las transacciones y de los precios reales en el mercado de la vivienda. No obstante, la evolución favorable de la renta de los hogares y la contención de los tipos de interés han mantenido hasta la fecha en niveles moderados las señales de desequilibrio al alza en los precios de la vivienda. Las condiciones en las que se están otorgando las operaciones hipotecarias nuevas no muestran de momento señales de relajación en los estándares de concesión de préstamos (véase de nuevo la sección 4.1).

Mercados financieros

Las políticas monetarias de las principales economías avanzadas han seguido relajándose desde la publicación del último IEF en otoño de 2024, con mayor intensidad en el área del euro que en Estados Unidos. Tras los anuncios en materia de política arancelaria por parte de Estados Unidos a principios de abril, y las consiguientes turbulencias financieras, las expectativas de recortes adicionales de los tipos de interés oficiales se han acentuado en el área del euro, pero no en Estados Unidos. En este contexto, en los mercados interbancarios del área del euro, las rentabilidades han prolongado su caída mientras el volumen de actividad mantenía una evolución expansiva, impulsada por la reducción del balance del Eurosistema.

9 Los fondos de inversión abierta son redimibles a la vista y los inversores pueden, salvo que se hayan establecido algunas excepciones, liquidar su participación en cualquier momento durante su vigencia. Los *hedge funds* son fondos de inversión que buscan maximizar su rentabilidad sin restricciones a su estrategia de inversión.

10 A este respecto véase también la [sección 4.2](#) del *Financial Stability Report* del BCE de noviembre de 2024 y el [capítulo 1](#) del *Global Financial Stability Report* del FMI de octubre de 2024.

Los mercados financieros registraron un episodio de inestabilidad y elevada volatilidad (véase sección 4.2) tras los anuncios a principios de abril de mayores aranceles en Estados Unidos. El episodio tuvo una duración acotada y los mercados se han ido estabilizando con la relajación de las tensiones comerciales. Las valoraciones de los activos financieros con riesgo se mantienen elevadas desde una perspectiva histórica, especialmente en Estados Unidos.

Ante la escalada de las tensiones comerciales, en los mercados de renta fija, la deuda pública estadounidense experimentó a principios de abril tensiones de liquidez y repuntes de su rendimiento a largo plazo, mientras que el *Bund* alemán actuó como activo refugio. En los mercados de renta fija corporativa, tanto en Europa como en Estados Unidos, se observaron en abril fuertes aumentos de las primas de riesgo, que posteriormente se han corregido. Los diferenciales corporativos se sitúan en niveles algo más altos que a fecha de cierre del IEF anterior, pero permanecen por debajo de su mediana histórica en el segmento de alto rendimiento (y mayor riesgo).

En los mercados de renta variable, los índices bursátiles mundiales respondieron con una fuerte caída tras los anuncios en materia arancelaria, aunque posteriormente se estabilizaron y las cotizaciones se han recuperado. Los índices europeos acumulan ganancias en 2025, impulsados por buenos resultados económicos en el sector bancario y las perspectivas de mayor inversión en defensa. En conjunto, las principales bolsas mundiales presentan cotizaciones históricamente elevadas.

En los mercados cambiarios, las tensiones comerciales han provocado una depreciación del dólar estadounidense frente al euro. En conjunto, los activos denominados en dólares no han desempeñado el papel de activo refugio observado en episodios pasados de turbulencia financiera. Debido a la posición central del dólar estadounidense en las transacciones internacionales comerciales y financieras, este comportamiento contribuye de forma clave a elevar la incertidumbre sobre la evolución macrofinanciera global.

Los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado resiliencia al episodio de turbulencias de abril, con relativa estabilidad tanto en los diferenciales soberanos como en los tipos de cambio. Estos últimos han variado más en Latinoamérica, donde se ha observado un comportamiento relativamente más débil de sus divisas frente al dólar estadounidense.

Riesgos

Frente a un cuadro general de vulnerabilidades financieras contenidas en los sectores nacionales, excepto en el de las Administraciones Públicas (véase esquema 1.1), se identifican sin embargo riesgos relevantes para la estabilidad financiera¹¹.

¹¹ Los riesgos se identifican en este informe con variaciones adversas —y con una probabilidad de ocurrencia incierta— de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

En primer lugar, la incertidumbre geopolítica podría materializarse en efectos muy adversos sobre la actividad y la aversión al riesgo. A este respecto, son especialmente relevantes i) la incertidumbre sobre las políticas (por ejemplo, comercial, fiscal, regulación financiera y ambiental) y el posicionamiento estratégico de Estados Unidos, ii) la posible escalada de conflictos militares y, en un grado menor, iii) la incertidumbre política en la Unión Europea. Estos factores pueden dar lugar a un conjunto heterogéneo de escenarios adversos, siendo necesario un análisis diferenciado de sus implicaciones (véase sección 5.1).

Después de las fuertes turbulencias financieras de abril, originadas por los anuncios de endurecimiento de aranceles en Estados Unidos, las políticas comerciales han oscilado hacia la negociación y posiciones de menor confrontación. En particular, Estados Unidos ha introducido distintas excepciones y aplazamientos sobre los anuncios iniciales y China también ha relajado parte de las duras contramedidas adoptadas. No obstante, es difícil predecir el resultado a medio y largo plazo de estas negociaciones comerciales. De forma más general, la incertidumbre sobre la evolución de las políticas, en particular en Estados Unidos, sigue siendo elevada a pesar de que los mercados financieros hayan superado de forma ordenada este episodio de turbulencias.

Pese al contexto de elevada incertidumbre, los inversores han seguido mostrando una baja aversión al riesgo en el período transcurrido desde el último IEF. Las primas de riesgo se siguen situando en muchos casos en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. De este modo, la posibilidad de que se materialicen correcciones abruptas e intensas de las valoraciones en los mercados financieros se mantiene como un riesgo elevado para la estabilidad financiera (véase sección 5.2).

Más allá de los riesgos geopolíticos, existen también ciertos factores de riesgo macroeconómico con implicaciones para la estabilidad financiera. En particular, si la inflación persistiera más alta en Estados Unidos en relación con la del área del euro, esto podría trasladarse a mayores diferencias en la evolución de sus políticas monetarias (véase sección 5.3). Este escenario contribuiría a un tensionamiento de las condiciones financieras globales y a una mayor incertidumbre sobre la evolución de los tipos de cambio.

La gestión de los ciberriesgos aparece como un elemento de importancia creciente (véase sección 5.4) para el correcto desarrollo del negocio financiero, cuestión que cobra mayor importancia en el contexto de tensiones geopolíticas. Aunque los ciberincidentes pueden generar disrupciones operativas relevantes, su capacidad para causar una crisis de liquidez sistémica sería más limitada, gracias en parte a las herramientas de gestión de esta clase de escenarios con las que cuentan tanto las entidades bancarias como los organismos supervisores. No obstante, existe incertidumbre sobre las nuevas formas de ciberataque que pueden surgir y es necesario mantener una actitud vigilante.

Política macroprudencial

La posición de la política macroprudencial del Banco de España (véase capítulo 6) está orientada a reforzar los recursos de capital liberables del sector bancario, para sostener mejor la provisión de crédito a la economía española si su situación cíclica evolucionara desfavorablemente.

Con un nivel actual intermedio de riesgo sistémico cíclico en España, el Banco de España activó el colchón de capital anticíclico (CCA) sobre exposiciones ubicadas en España en el 0,5 % en el cuarto trimestre de 2024 (requerido de forma efectiva en el mismo trimestre de 2025). De forma previsible, si este riesgo se mantiene en un nivel intermedio, el requerimiento de CCA del Banco de España se elevará al 1 % en último trimestre de 2025 (requerido de forma efectiva de nuevo cuatro trimestres después).

En este momento, no se ha estimado necesaria la activación o modificación de otras medidas macroprudenciales. En todo caso, el Banco de España mantiene un seguimiento estrecho del entorno macrofinanciero y de los riesgos sistémicos que pueden comprometer la estabilidad financiera, incluyendo la evolución de los estándares de concesión de financiación a hogares y empresas no financieras. En este sentido, el Banco de España está avanzando en el desarrollo de su marco analítico para guiar su política sobre límites en las condiciones de crédito, sobre cuya activación tiene potestad, en caso necesario, como autoridad macroprudencial para el sector bancario.

La fecha de cierre de datos de este Informe es el 12 de mayo de 2025.

