

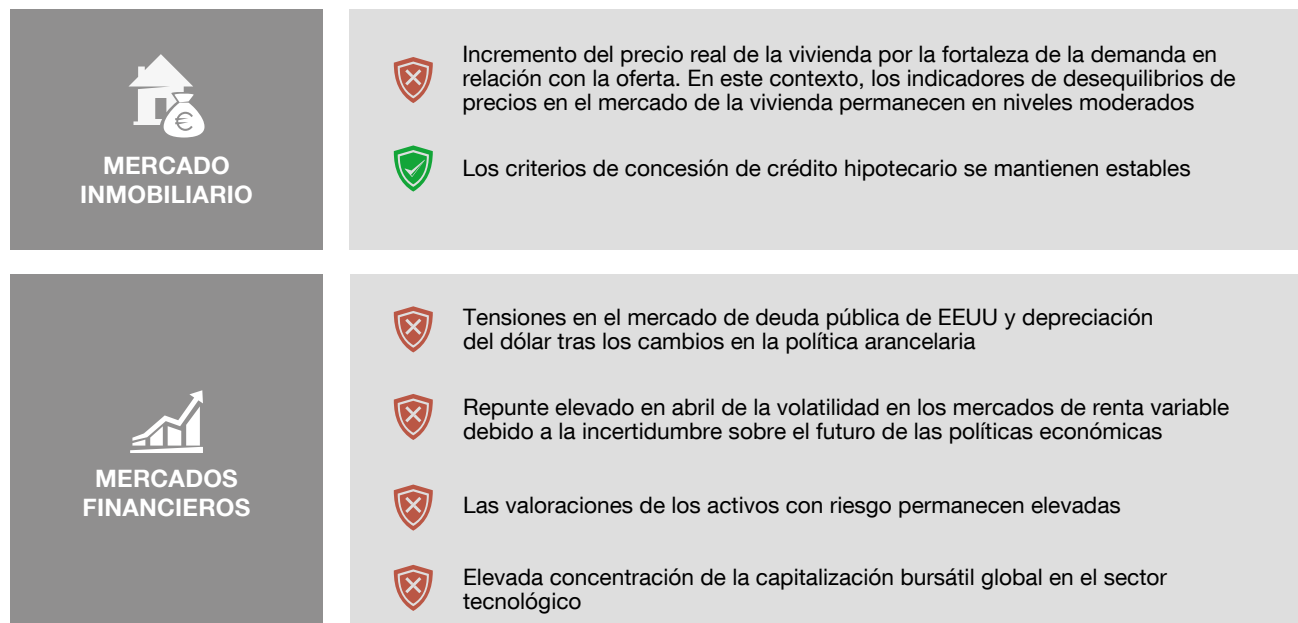
4

MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

4 MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Esquema 4.1

Mercados y precios de los activos (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los escudos con signo positivo (negativo) señalan circunstancias 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.

4.1 El mercado inmobiliario

4.1.1 Precios y actividad

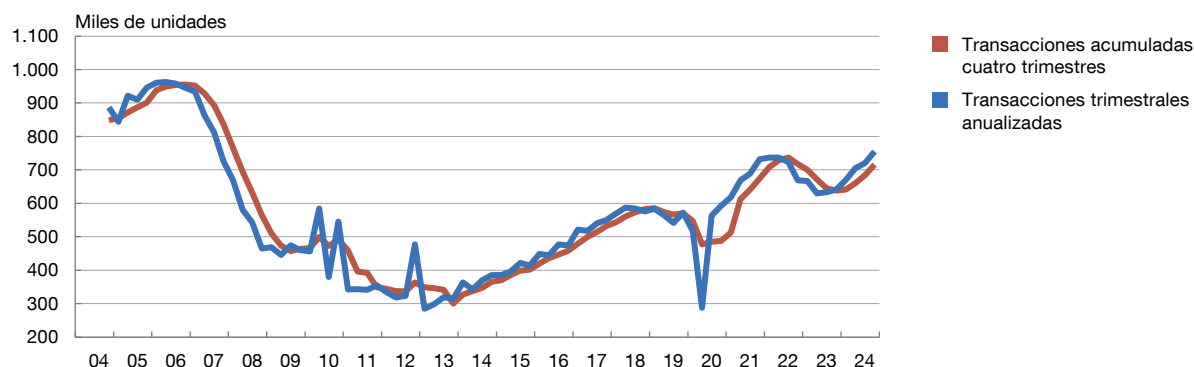
La actividad en el mercado de la vivienda mantuvo un elevado dinamismo en el segundo semestre de 2024. En este período se firmaron 367 mil operaciones de compraventa ante notario —en términos desestacionalizados—, un 2,3 % más que en el primer semestre y un 16,6 % más que en el mismo período de 2023 (véase gráfico 4.1.a). Las adquisiciones de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros siguieron siendo elevadas —un 18,0 % en 2024, frente al 16,9 % en 2019— si bien perdieron algo de peso en el cuarto trimestre, cuando alcanzaron el 16,7 % del total.

El precio de la vivienda ha seguido presionado al alza, en un contexto de demanda vigorosa y una oferta relativamente más rígida. Por segmentos, el precio de la vivienda nueva continuó mostrando una revalorización más intensa, con un avance del 11 % interanual en el segundo semestre de 2024, su mayor alza desde 2007. El precio de la vivienda usada

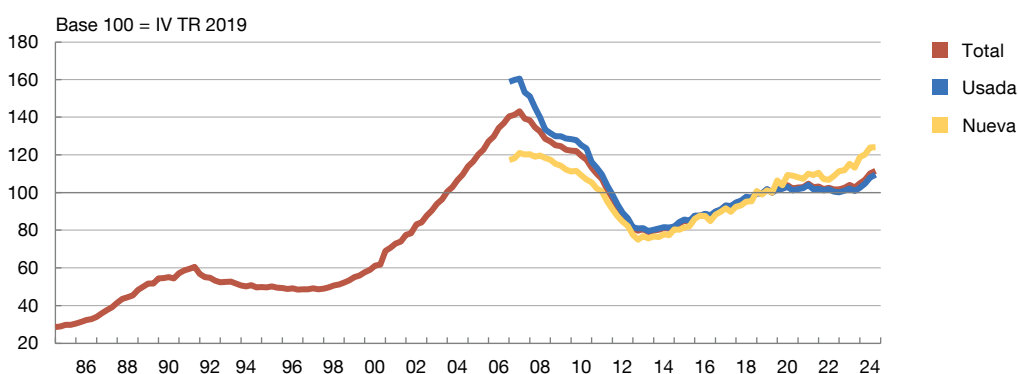
Gráfico 4.1

La fortaleza de la demanda y una oferta relativamente más rígida continuaron presionando al alza los precios de la vivienda

4.1.a Compraventas de vivienda (a)



4.1.b Precio de la vivienda. Deflactado por el índice de precios al consumo (IPC)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (MIVAU). Última observación: diciembre de 2024.

a Operaciones escrituradas ante notario.

creció un 9,5 % en el mismo período. Por comunidades autónomas, aunque la evolución fue heterogénea, el dinamismo fue relativamente elevado en todas ellas. La presión sobre los precios de la vivienda en 2024 continuó reflejando una demanda vigorosa, impulsada de manera destacada por la creación neta de hogares (180 mil) y por el descenso en los costes de financiación, mientras que la oferta fue relativamente más rígida^{1,2}. El nivel de los precios de la vivienda, expresado en términos reales, se situó a finales de 2024 un 11,5 % por encima del valor previo a la crisis sanitaria del Covid-19, en niveles similares a los de 2004, si bien, permanece un 22 % por debajo de su nivel máximo anterior, alcanzado durante la crisis financiera global (tercer trimestre de 2007) (véase gráfico 4.1.b)³.

1 A esta demanda debe añadirse la de no residentes, la de usos alternativos de la vivienda (como, por ejemplo, el turístico y de temporada) y, bajo cierta definición expandida de la demanda, la no satisfecha procedente de jóvenes residentes que retrasan su emancipación del hogar parental.

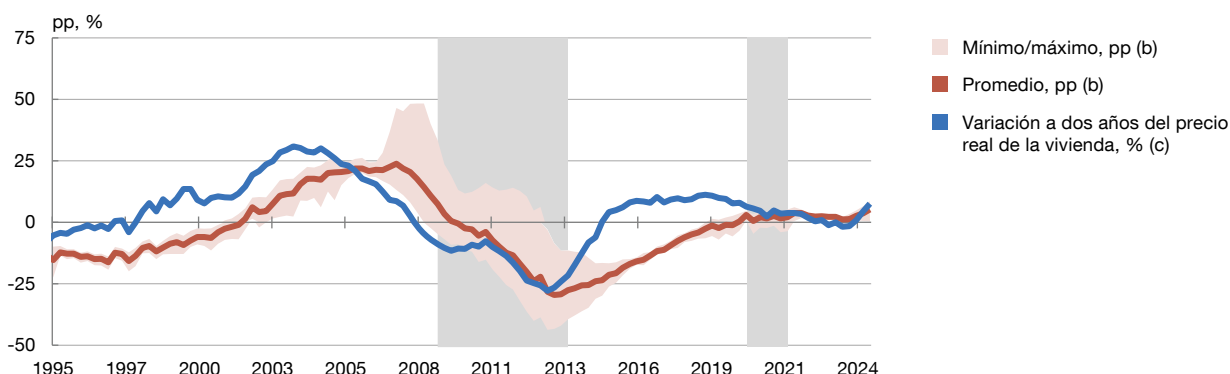
2 La oferta de vivienda nueva, aproximada por las viviendas terminadas, creció en torno a 100 mil unidades en 2024. Para mayor detalle véase recuadro 4 del *Informe Anual 2024 del Banco de España*.

3 En el caso de la vivienda nueva, el precio ha superado, en términos reales, su máximo previo en un 2,6 %.

Gráfico 4.2

Los indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda aumentaron en 2024, aunque manteniéndose en niveles moderados

4.2.a Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: diciembre de 2024.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris indican períodos de crisis económicas en España: la última crisis sistémica bancaria y la crisis económica provocada por la crisis sanitaria del Covid-19.
- b A partir de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda: i) brecha de precios de la vivienda; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. Todas las variables se expresan en términos reales con respecto al deflactor del producto interior bruto (PIB) y de consumo. En todos los indicadores de i) a iii) las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero.
- c El crecimiento acumulado a dos años del precio de la vivienda también tiene cierta capacidad predictiva de la presencia de desequilibrios y se utiliza como un indicador simple adicional.

De acuerdo con las estimaciones disponibles, el precio medio de la vivienda en España se encontraba al final de 2024 algo por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo. Concretamente, de acuerdo con distintos modelos, este desequilibrio se situaba al cierre del último año entre el 1,1 % y el 8,5 %, frente a un rango estimado del 0,8 % al 4,8 % seis meses antes (véase gráfico 4.2).

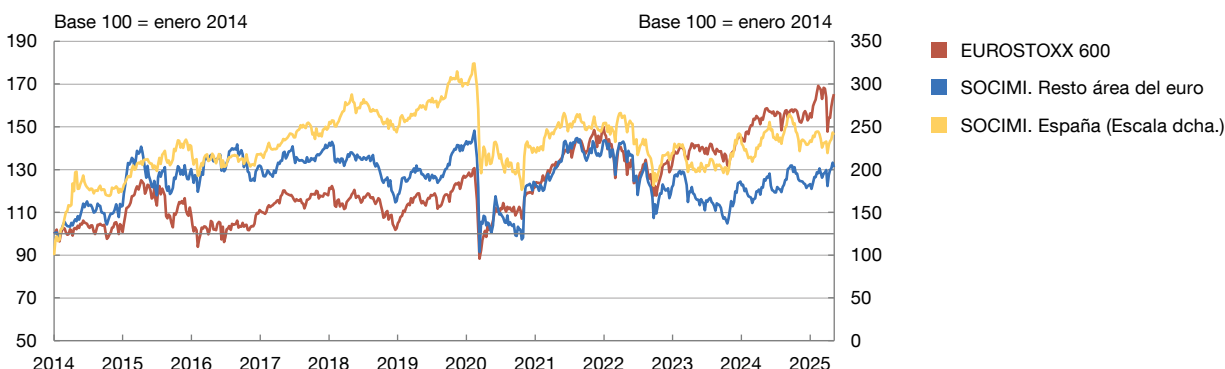
Durante el cuarto trimestre de 2024 aumentaron los precios de los inmuebles comerciales, mientras que las transacciones en este segmento disminuyeron ligeramente. El índice general de precios de inmuebles comerciales aumentó un 3,3 % interanual en el cuarto trimestre de 2024, en contraste con la variación interanual negativa del -0,4 % del mismo trimestre del año anterior. Este aumento ha sido propiciado por un repunte del precio de naves industriales, locales comerciales y del segmento *prime*, mientras que los precios en el segmento oficinas apenas han variado. En cuanto a las transacciones, su variación interanual fue del -0,5 % en el cuarto trimestre de 2024, 6 pp inferior a la variación interanual observada el mismo trimestre del año anterior. Esto se debió a la ralentización en las transacciones de locales comerciales y oficinas, y a una caída en las transacciones de naves industriales.

Por su parte, la valoración bursátil de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) experimentó descensos contenidos a lo largo de 2024 y ha repuntado en los meses transcurridos de 2025, aunque con un comportamiento volátil. El último año, las empresas europeas de este sector experimentaron descensos interanuales de su cotización entre el 0,9 % (resto de europeas) y el 4,8 % (SOCIMI españolas) (véase gráfico 4.3). A lo largo del

Gráfico 4.3

La valoración en bolsa de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) experimentó descensos contenidos a lo largo de 2024, pero se ha recuperado en el período transcurrido de 2025, mostrando no obstante cierta volatilidad

4.3.a Cotización de las SOCIMI (a)



FUENTES: LSEG Datastream y Banco de España. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a Índices de SOCIMI a partir de una selección de compañías de este tipo que cotizan con cierta frecuencia en los mercados, y con histórico de cotización desde 2014. La mayor parte de las SOCIMI del grupo «SOCIMI resto área del euro» están radicadas en Francia. Las SOCIMI españolas recogidas en la serie «SOCIMI España» representan en torno al 10 % del valor bursátil de las SOCIMI cotizadas de la zona del euro.

período transcurrido de 2025, las cotizaciones de las SOCIMI, tanto españolas como de otros países europeos, han experimentado oscilaciones al alza y a la baja, dominando las primeras, de forma que en la primera mitad de mayo sus cotizaciones se situaban entre un 4,2 % (SOCIMI españolas) y un 6,8 % (resto de europeas) por encima de los niveles de finales de 2024.

4.1.2 Financiación

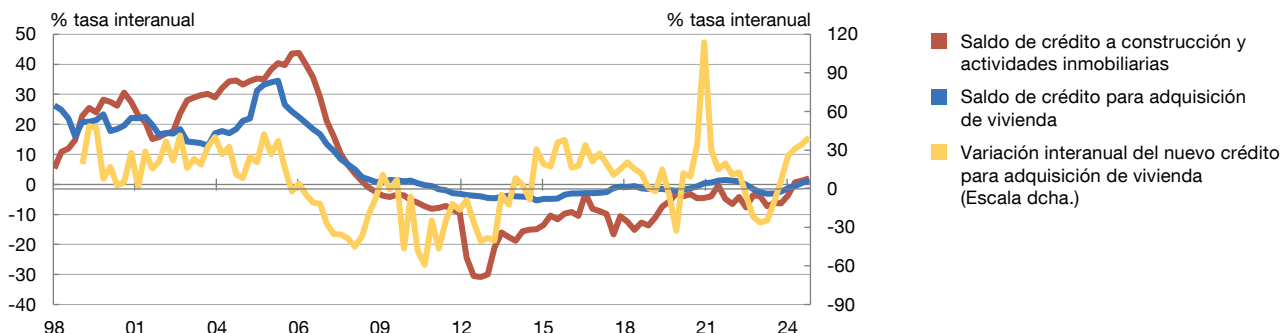
El flujo de crédito nuevo para la compra de vivienda siguió aumentando durante el año pasado. Su tasa de crecimiento interanual fue del 34,6 % en el último trimestre de 2024 (véase gráfico 4.4.a). En el primer trimestre de 2025, esa tasa de crecimiento interanual se ha acelerado al 39,9 %. Pese a que este repunte del crédito nuevo es elevado, su peso con relación al PIB y al crédito total permanece en registros alejados de los niveles máximos que alcanzó en 2006, antes de la crisis financiera global y también de los de finales de los años 90 (véase gráfico 4.4.b).

El saldo del crédito destinado a la compra de vivienda se expandió de forma moderada en 2024, en contraste con los descensos casi continuados que se han observado desde el fin de la crisis financiera global. Concretamente, creció un 0,5 % interanual en el cuarto trimestre de 2024, tras dos años de descensos coincidiendo con el ciclo de endurecimiento de la política monetaria. Desde 2014, solo se había registrado un crecimiento interanual superior en el período entre mediados de 2021 y de 2022. En términos de PIB, el saldo de crédito para vivienda ha mostrado una caída sostenida durante aproximadamente una década, si bien, su peso en el total del crédito ha aumentado en 2024, lo que refleja el mayor descenso relativo del saldo de otras carteras de crédito (véase gráfico 4.4.b). En el primer trimestre de 2025, se ha acelerado la tendencia expansiva con un crecimiento interanual del 1,3 %.

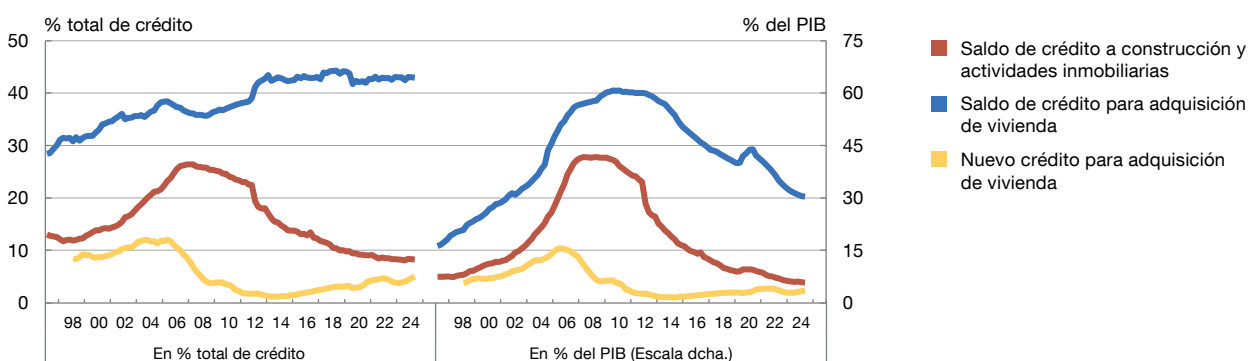
Gráfico 4.4

El crédito al sector inmobiliario mostró mayores crecimientos en 2024, pero estos han sido moderados en términos de saldo y permanece contenido con relación al PIB

4.4.a Variación interanual de la financiación al sector inmobiliario (a)



4.4.b Financiación al sector inmobiliario en relación con el PIB y el crédito total al sector privado residente



FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España. Última observación: marzo de 2025.

a La recuperación del crédito tras la pandemia explica el repunte de la variación interanual del crédito nuevo para vivienda en junio de 2021.

Por su parte, la financiación bancaria otorgada al sector de la construcción y actividades inmobiliarias también creció moderadamente. El saldo de este tipo de crédito aumentó un 1 % de promedio interanual en el segundo semestre de 2024, primera tasa positiva en 15 años. Su nivel, no obstante, en términos de PIB y crédito al sector privado, estaría actualmente en niveles inferiores a los de principios de siglo, previos al ciclo de expansión que antecedió la crisis financiera global (véase gráfico 4.4.b). En el primer trimestre de 2025, el saldo de los préstamos al sector de la construcción y actividad inmobiliaria creció un 2 % en términos interanuales, acelerando su expansión.

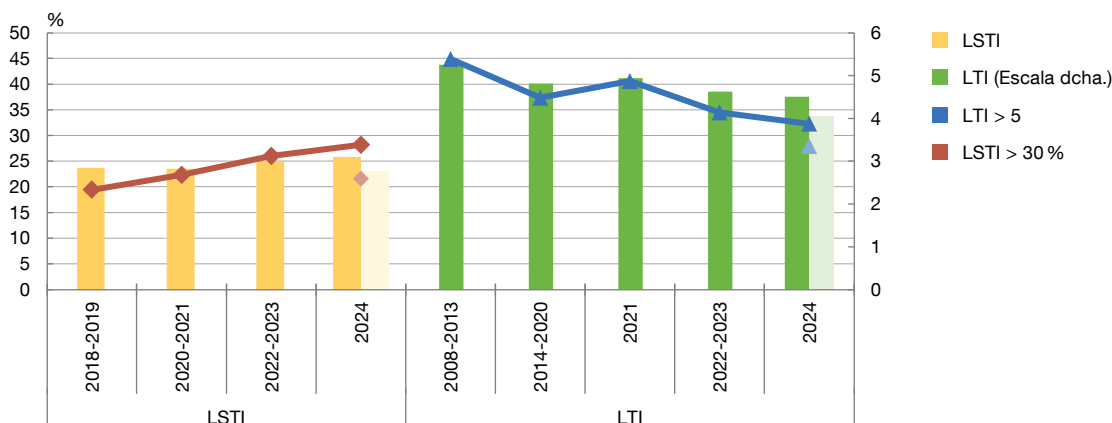
La ratio préstamo-ingresos (LTI, por sus siglas en inglés) y la ratio servicio de la deuda-ingresos (LSTI, por sus siglas en inglés) de los préstamos hipotecarios a hogares con vivienda como garantía se mantuvieron relativamente estables en 2024⁴. Esto fue así a

4 Los préstamos con garantía hipotecaria para adquisición de vivienda representan un porcentaje dominante del crédito a hogares (alrededor del 59 % de las nuevas operaciones de crédito a hogares en 2024) y, por otra parte, la monitorización de operaciones con garantía hipotecaria vinculada a inmuebles comerciales es de particular interés para detectar la acumulación de riesgos (véase [Recomendación ESRB/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles](#)). Estas consideraciones motivan el análisis diferenciado de los criterios y condiciones de concesión en estos segmentos.

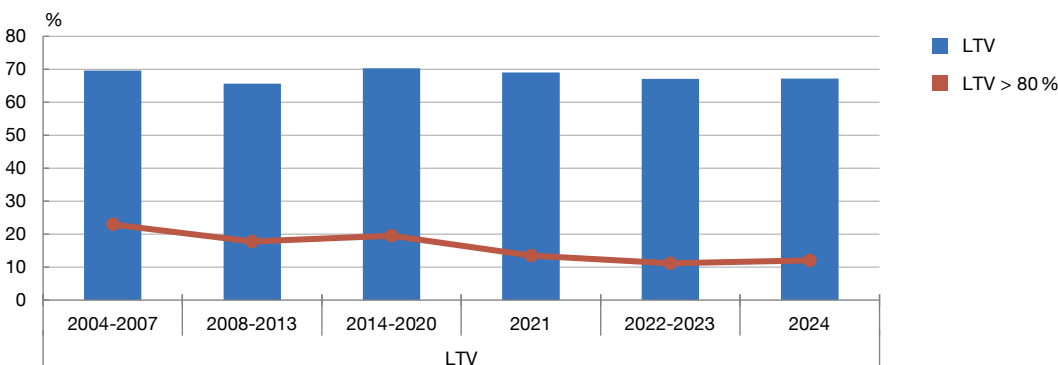
Gráfico 4.5

Los criterios de concesión de las nuevas hipotecas a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron relativamente estables durante 2024

4.5.a Estándares de concesión (en relación con la renta) del nuevo crédito hipotecario a hogares (a) (b) (c)



4.5.b Estándares de concesión (en relación con el valor de la garantía) del nuevo crédito hipotecario a hogares (d)



FUENTES: Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: diciembre 2024.

- Se estima el valor de la ratio préstamo-ingresos (LTI, por sus siglas en inglés) para cada hipoteca como el cociente entre su importe del principal de la hipoteca al inicio de la operación sobre la renta neta anual del hogar. Se estima el valor de la ratio servicio de la deuda-ingresos (LSTI, por sus siglas en inglés) para cada hipoteca como el cociente entre el coste anual total del servicio del préstamo hipotecario (incluyendo pagos de capital e intereses, calculados) de acuerdo con las condiciones del contrato de préstamo hipotecario (plazo hasta el vencimiento, capital pendiente, modalidad de tipo de interés y diferencial de tipo de interés) sobre la renta neta anual del hogar. Para más detalle véase sección A2.4.1.1 en el anejo 2.
- Los valores medios de los ratios LTI y LSTI se calculan como las medias ponderadas del valor de dichas ratios en cada operación por el peso relativo (en términos de importe de principal de la hipoteca al inicio de la operación) que tienen en el total de la cartera hipotecaria para la que se dispone de la información necesaria para calcular dicha ratio.
- Las barras y marcadores oscuros se refieren a las ratios LTI y LSTI calculadas con información de renta neta según el código postal. Las barras y marcadores claros se refieren a las ratios LTI y LSTI calculadas con información de renta neta a nivel de operación, información solo disponible desde 2024. Para más detalle véase sección A.2.4.1.1 en el anejo 2.
- La ratio préstamo-valor (LTV, por sus siglas en inglés) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca al inicio de la operación y el valor de la garantía en el momento de la compraventa de la vivienda, de acuerdo con la información disponible del Colegio de Registradores. Los valores medios de la ratio LTV están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

pesar de las dinámicas expansivas de precios y cantidades en el mercado de la vivienda. De forma general, estas ratios se situaron durante el año pasado en niveles contenidos de acuerdo con la información histórica disponible (véase gráfico 4.5.a).

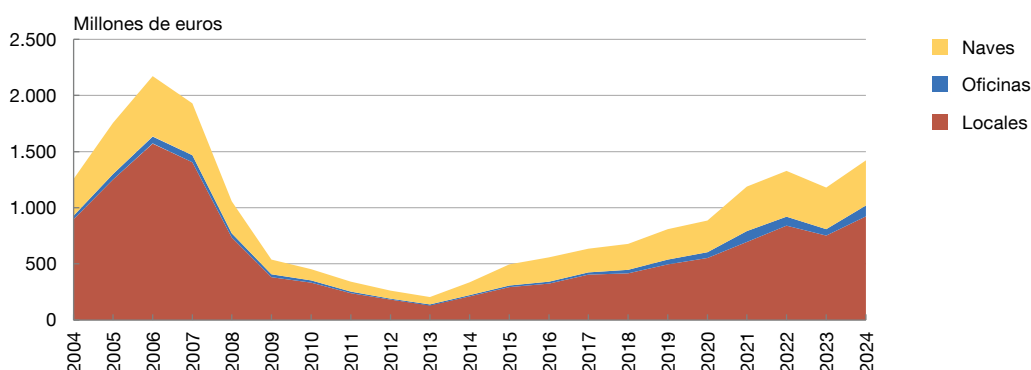
El importe medio de las nuevas operaciones de crédito a hogares con vivienda como garantía hipotecaria descendió ligeramente en 2024 con respecto al precio de compraventa de las viviendas financiadas y se mantuvo estable con respecto al

valor de tasación. El valor medio del importe de estas nuevas operaciones con respecto al valor de compraventa de la vivienda (LTP, por sus siglas en inglés) se ha mantenido bastante estable a lo largo de 2024, en torno al 76,6 %, ligeramente por debajo de los valores medios del período 2022-23. Asimismo, el peso relativo del crédito hipotecario nuevo con valores de LTP por encima del 80 % fue del 41,3 % en 2024, marginalmente superior al del período 2022-23, por debajo de los valores alcanzados en 2020-21 (véase gráfico A2.4.1.2 en el anejo 2). El importe de las nuevas operaciones de crédito hipotecario a hogares con respecto al valor tasado de la vivienda que actúa como garantía (LTV, por sus siglas en inglés) se ha mantenido relativamente estable. Así en 2024, el valor medio de la ratio LTV se ha situado en torno al 67,2 %. Por su parte, el peso relativo del crédito hipotecario nuevo con valores de LTV por encima del 80 % fue del 12,0 % en 2024, apenas superior al del período 2022-23 y por debajo de los valores alcanzados en 2021 (véase gráfico 4.5.b).

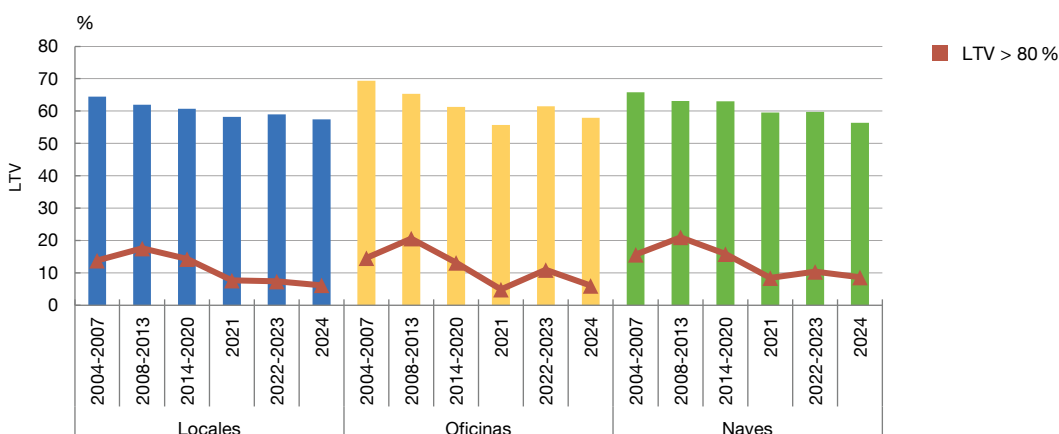
Gráfico 4.6

El volumen de crédito nuevo con garantía inmobiliaria comercial se expandió notablemente en 2024, manteniéndose estables los estándares de concesión asociados

4.6.a Volumen de crédito nuevo hipotecario con inmuebles comerciales como garantía (a)



4.6.b Estándares de concesión del crédito nuevo hipotecario con inmuebles comerciales como garantía (b)



FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a Valores ajustados en términos reales usando el deflactor del PIB.

b La ratio préstamo-valor (LTV, por sus siglas en inglés) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de tasación del inmueble, de acuerdo con la información disponible del Colegio de Registradores. Los valores medios de la ratio LTV están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

Los plazos de nuevas operaciones de crédito hipotecario a hogares aumentaron ligeramente en 2024. El plazo medio de las nuevas operaciones de crédito hipotecario a hogares con garantía inmobiliaria aumentó en más de tres meses en 2024, hasta alcanzar los 26 años.

El volumen de las nuevas operaciones hipotecarias con garantía inmobiliaria comercial creció en 2024, manteniéndose estables sus estándares de concesión. Los niveles de crédito nuevo a este sector experimentaron un crecimiento interanual del 20,4 % en el cuarto trimestre de 2024 y se observa una recuperación sostenida desde el mínimo de 2013, pero siguen lejos de sus valores máximos históricos (véase gráfico 4.6.a). Al mismo tiempo, los estándares crediticios en estas operaciones se han mantenido estables en 2024, tras mejorar a lo largo de la década anterior (véanse gráfico 4.6.b y gráfico A2.4.1.3 en el anejo 2).

4.2 Mercados financieros⁵

Política monetaria y deuda pública

Las políticas monetarias de las principales economías avanzadas han seguido relajándose, aunque a distintos ritmos. En Estados Unidos, la Reserva Federal ha mantenido sin cambios el tipo de interés oficial en la parte transcurrida de 2025, después de haberlo recortado en 100 pb en el último cuatrimestre de 2024, hasta situarlo en el rango 4,25 %-4,50 %. El Banco Central Europeo (BCE), en cambio, continuó en 2025 reduciendo los tipos de interés oficiales. El tipo de la facilidad de depósito se redujo al 2,25 % en abril, acumulando un descenso de 175 pb desde junio de 2024⁶. Además, la escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó que las expectativas de recortes adicionales de los tipos de interés oficiales en el área del euro se acentuaran, no ocurriendo así en Estados Unidos. Las negociaciones comerciales posteriores han derivado en una revisión al alza de la senda esperada de tipos de interés en ambas áreas (véase gráfico 4.7). El BCE también continuó reduciendo el exceso de liquidez, lo que ha promovido una mayor actividad en los mercados monetarios, donde los volúmenes negociados de financiación garantizada a última fecha disponible casi duplican los de 2019 (véase gráfico A2.4.2.1 en el anejo 2)^{7,8}.

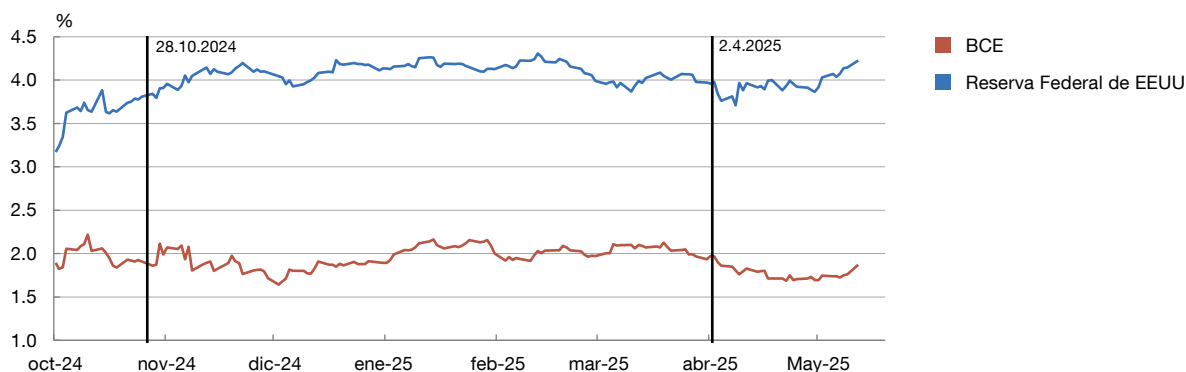
5 Cierre de datos, 12.5.2025. La fecha de cierre del IEF de otoño 2024 fue el 28 de octubre.

6 La facilidad de depósito permite a las entidades realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales del Eurosistema. El tipo de interés de la facilidad de depósito es el que actualmente determina el tono de la política monetaria del BCE. Véase la entrada en el Blog del Banco de España “¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?”, publicada el 25.10.2023.

7 El exceso de liquidez es el importe de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el banco central por encima de las reservas requeridas (ya sea en la cuenta corriente o en la facilidad de depósito). Su caída refleja, principalmente, el vencimiento de la última serie de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y la reducción de la cartera del programa de compra de activos (APP) y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP).

8 Los mercados monetarios proporcionan financiación a corto plazo y tienen carácter mayorista, siendo el segmento de financiación garantizada, instrumentado mediante acuerdos de recompra o *repos* (abreviatura en inglés para *repurchase agreement*), especialmente relevante. En estos acuerdos, los bancos y otros intermediarios financieros prestan o toman prestado efectivo contra garantías, principalmente bonos gubernamentales, para gestionar la liquidez de manera eficiente, obtener financiación a corto plazo o adquirir valores específicos. Los *repos* ofrecen una forma segura de financiación y depósito de efectivo, además de ser fundamentales para el funcionamiento fluido del mercado de bonos soberanos.

4.7.a Expectativas de tipos oficiales para el área del euro y EEUU para septiembre de 2025



FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License. Última observación: 12 de mayo de 2025. El 28.10.2024 es la fecha de cierre del Informe de Estabilidad Financiera (IEF) anterior; la fecha del 2.4.2025 indica la escalada del conflicto arancelario.

En este contexto, las rentabilidades interbancarias en el área del euro han prolongado su caída. El euríbor a un año se situó en el 2,0 %, de promedio, en la parte transcurrida de mayo, frente al 2,5 % en octubre de 2024, reducción que se ha concentrado en el período reciente en línea con la revisión de las expectativas de la política monetaria del BCE (véase gráfico A2.4.2.2 en el anejo 2).

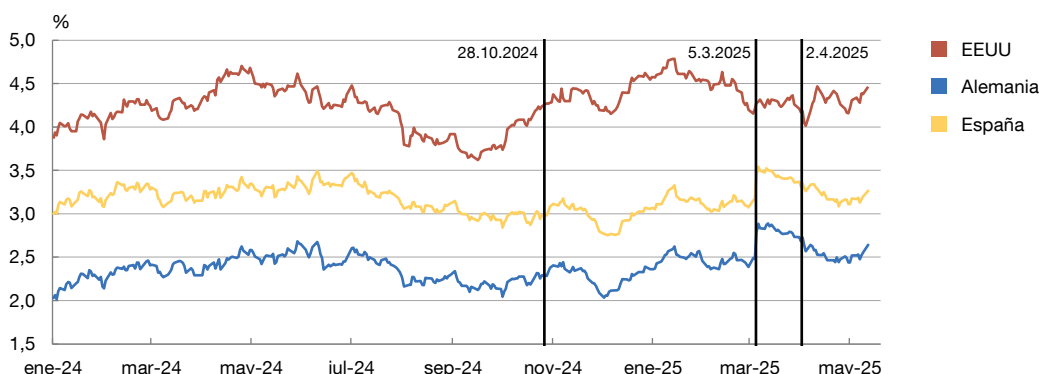
La escalada del conflicto arancelario a principios de abril impactó negativamente en el mercado de deuda pública estadounidense. Hasta mediados de enero, la rentabilidad de la deuda pública en Estados Unidos se vio impulsada al alza por las expectativas de que los tipos de interés oficiales se situaran por encima de lo que se anticipaba a finales de 2024. Esta senda creciente revirtió entonces como resultado de los datos macroeconómicos peores de lo esperado, que hacían esperar una relajación de la política monetaria (véase gráfico 4.8.a). A principios de abril, sin embargo, el anuncio por parte de Estados Unidos de un aumento agresivo de aranceles desencadenó un episodio de tensiones en los mercados financieros globales. A diferencia de otros momentos pasados de turbulencias financieras, la deuda pública de Estados Unidos no actuó como activo refugio. Así, se produjo un repunte de las rentabilidades —especialmente en los tramos más largos— y una pérdida de liquidez (véase gráfico 4.8.b), tensiones que se han moderado tras el aplazamiento temporal de algunas de las subidas arancelarias. En la fecha de cierre, la rentabilidad del bono estadounidense a diez años se situaba en el 4,5 %, nivel ligeramente por encima al que existía en la fecha de cierre del IEF de octubre de 2024.

En el área del euro, la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se elevó con los anuncios en marzo de 2025 de mayor gasto público, pero esta subida se ha corregido en buena medida tras el episodio de turbulencias financieras de abril. Las rentabilidades soberanas a largo plazo en el área del euro repuntaron con fuerza a principios de marzo ante la perspectiva de un mayor gasto en defensa e infraestructuras en la UE, y particularmente tras el anuncio del plan fiscal alemán. Sin embargo, el papel de la deuda pública europea

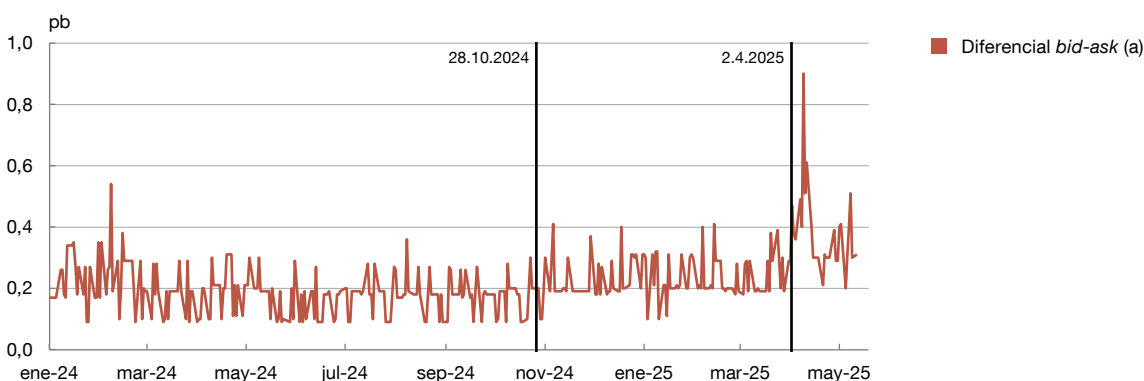
Gráfico 4.8

Los mercados de deuda pública se vieron muy afectados por las expectativas de aumento del gasto público en Europa y por el conflicto arancelario

4.8.a Rentabilidad de la deuda pública a diez años



4.8.b Liquidez de la deuda pública de EEUU. Bono a 30 años



FUENTES: Bloomberg data License, LSEG Datastream y Banco de España. Última observación: 12 de mayo de 2025. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 5.3.2025 es la fecha en que los mercados cotizaron el anuncio fiscal en Alemania. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario.

a Diferencia entre el precio más alto que un comprador está dispuesto a pagar y el precio más bajo al que el vendedor está dispuesto a vender. Un nivel mayor de esta métrica es indicativo de un menor nivel de liquidez.

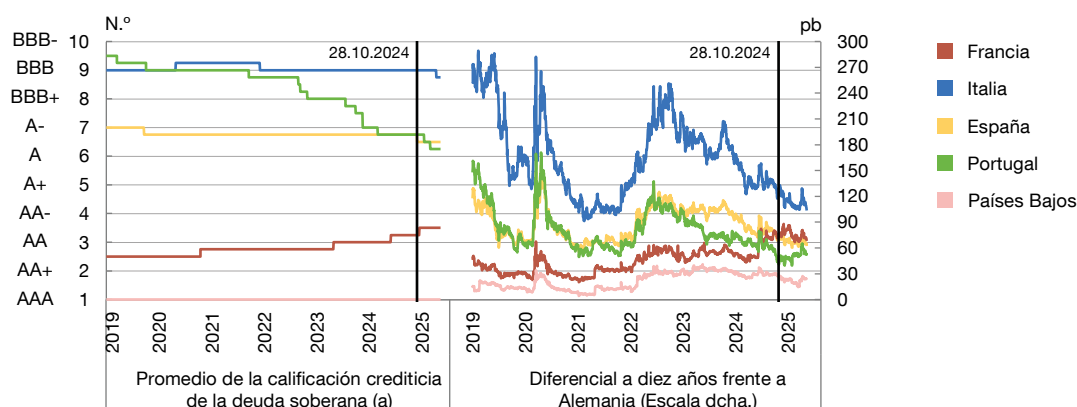
como activo refugio durante el episodio de tensiones y las posibles consecuencias sobre la economía real del endurecimiento de las políticas comerciales han hecho que las rentabilidades se hayan reducido y retornado a niveles cercanos a los previos a los anuncios de expansión fiscal. Más recientemente, las negociaciones comerciales han generado un sentimiento más optimista que se ha reflejado en un cierto ascenso de los tipos soberanos a largo plazo. Con todo, desde el anterior informe, la rentabilidad de la deuda pública a diez años aumentó 36 pb en Alemania y 29 pb en España, hasta el 2,6 %, y el 3,3 %, respectivamente. La rentabilidad del Bund alemán ha pasado a tener un diferencial positivo con respecto al tipo OIS, abandonando los niveles negativos en los que se había situado durante más de diez años⁹.

⁹ La tasa *Overnight Index Swap* (OIS) es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día. Por tanto, la tasa OIS refleja la trayectoria esperada del €STR durante la vigencia del contrato (si bien incorpora primas de plazo). El OIS es la referencia que generalmente se utiliza para aproximar los tipos de interés libres de riesgo en el área del euro.

Gráfico 4.9

En un contexto de evolución desigual de las calificaciones crediticias, los diferenciales soberanos en el área del euro repuntaron transitoriamente, de forma general pero moderada, durante el episodio de turbulencias financieras de abril

4.9.a Deuda soberana: calificación crediticia y diferencial frente al Bund alemán



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025. El 28.10.2024 es la fecha de cierre del IEF anterior.

a Promedio de la calificación crediticia de S&P, Moody's, Fitch y DBRS. La escala numérica tiene la siguiente equivalencia: 1 se corresponde con AAA/Aaa; 2-4 va desde AA+/Aa1/AAH a AA-/Aa3/AA; 5-7 desde A+/A1/AH a A-/A3/AL, y 8-10 desde BBB+/Baa1/BBBH a BBB-/Baa3/BBBL.

Las turbulencias financieras de abril generaron un repunte moderado y transitorio de los diferenciales soberanos en el área del euro frente al bono alemán. En algunos países, como Portugal y España, la mejora de las perspectivas económicas y fiscales ha conllevado una mejora de su calificación crediticia¹⁰. El diferencial soberano del bono español frente al Bund alemán se redujo ligeramente desde la fecha de cierre del último IEF hasta el 2 de abril, mientras en el caso de Francia mantuvo ciertas presiones al alza en la parte final de 2024 ante una situación fiscal desfavorable. No obstante, el inicio del conflicto arancelario provocó que, de forma general, los diferenciales se ampliaran ligeramente como consecuencia de la búsqueda de refugio de los inversores en el Bund alemán, dando lugar a la consiguiente caída de la rentabilidad de este activo. Más recientemente, el avance en las negociaciones comerciales ha contribuido a moderar los diferenciales soberanos en la UEM con respecto a los niveles alcanzados en abril. En este contexto, el diferencial a diez años de España frente al Bund alemán se ha situado en torno a los 62 pb en mayo de 2025, nivel algo inferior al observado en la fecha de cierre del anterior IEF (véase gráfico 4.9).

Renta variable y renta fija corporativa

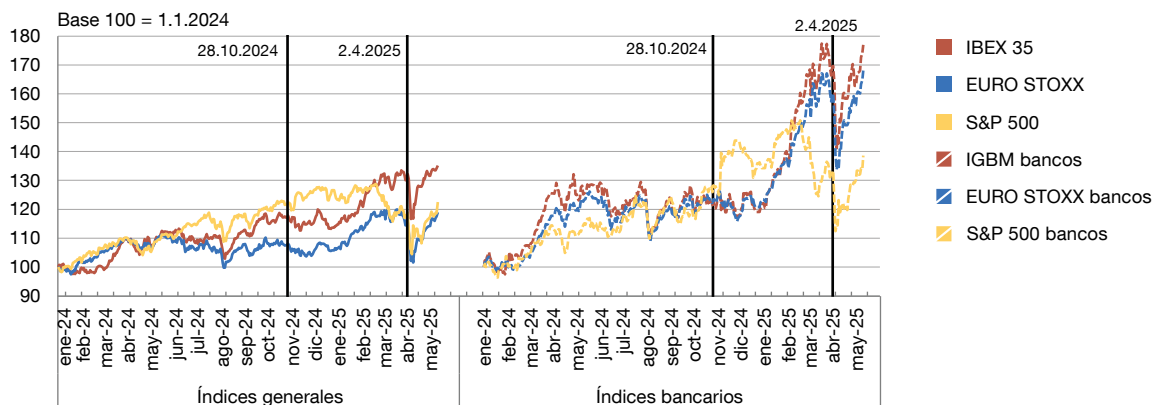
Los índices bursátiles, que partían de valoraciones elevadas, respondieron con una fuerte caída a los anuncios agresivos en materia arancelaria. Así, hasta mediados de febrero, los buenos datos macroeconómicos de Estados Unidos, las expectativas de unas políticas fiscales y regulatorias más favorables para las empresas tras las elecciones

¹⁰ La calificación crediticia de la deuda española fue revisada un escalón al alza por DBRS el 29 de octubre de 2024. La calificación de DBRS (Aa) sería la mejor de las cuatro consideradas. Fitch la sitúa dos escalones por debajo (A-); Moody's tres por debajo (Baa1) y S&P uno por debajo (A).

Gráfico 4.10

La escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó una caída intensa de las valoraciones de la renta variable, revirtiendo posteriormente

4.10.a Índices bursátiles: General y bancos



FUENTE: LSEG Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025. El 28.10.2024 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 2.4.2025 indica la escalada del conflicto arancelario.

presidenciales y unos resultados corporativos mejores de lo esperado impulsaron los índices bursátiles en este país, hasta zona de máximos históricos (véase gráfico 4.10). A partir de esas fechas, se inició una corrección a la baja cuando la percepción sobre la fortaleza de la economía estadounidense se debilitó. Esta corrección se acentuó de forma brusca y acusada y se expandió al resto de plazas bursátiles internacionales con el anuncio de las medidas arancelarias el 2 de abril y las represalias que adoptaron algunos países. La caída de los índices y el aumento de la volatilidad recogió la preocupación por parte de los inversores del impacto adverso de la guerra arancelaria sobre el crecimiento económico. Reflejo de ello fue el repunte de la ratio del volumen de negociación de opciones *put-call*, como consecuencia del mayor volumen negociado de las opciones *put* (de venta), que podría ser indicativo de la mayor demanda por parte de los inversores de estrategias de protección del valor de sus carteras frente a eventuales caídas de los precios de los activos (véase gráfico 4.11)¹¹.

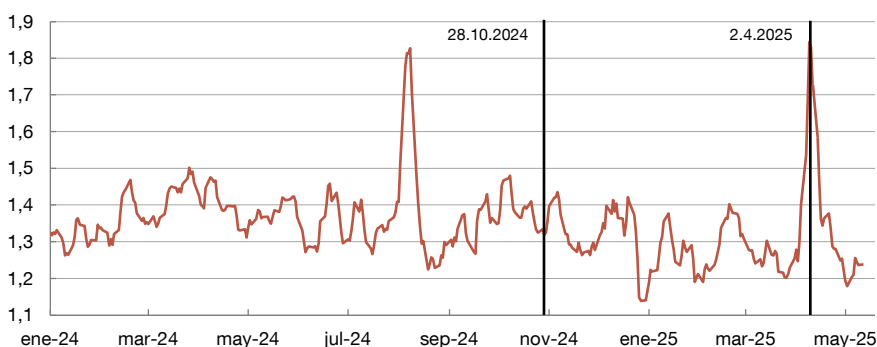
Las primas de riesgo de la deuda corporativa repuntaron con fuerza durante el episodio de turbulencias financieras asociado a la escalada del conflicto arancelario. Se observaron incrementos tanto en el segmento de grado de inversión como, en mayor medida, en el de alto rendimiento¹². Estos aumentos se sumaron a los ya registrados desde febrero de este año, cuando se había iniciado una tendencia creciente en estos instrumentos con peor calificación crediticia (véase gráfico 4.12). Así, los diferenciales con respecto a la curva *swap* crecieron desde mediados de febrero y hasta el pico alcanzado en abril unos 150 pb y 190 pb para los bonos corporativos de alto rendimiento del área del euro y de Estados Unidos, respectivamente.

¹¹ El aumento (descenso) de la ratio de volumen negociado de opciones *put* sobre volumen negociado de opciones *call* es indicativo de la necesidad de los inversores de proteger sus carteras frente a eventuales caídas (aumentos) de los precios de los activos.

¹² El segmento de grado de inversión se refiere a los bonos corporativos de menor riesgo, concretamente, son aquellos con una calificación crediticia igual o mejor que ratings BBB- (Standard & Poor's y Fitch) o Baa3 (Moody's). Los bonos de alto rendimiento tienen una calificación por debajo de ese nivel.

Gráfico 4.11

El episodio de inestabilidad bursátil iniciado en abril se tradujo también en la búsqueda por parte de los inversores de mayor protección frente a caída de precios de los activos

4.11.a Ratio del volumen negociado en opciones de venta (*put*) y de compra (*call*) sobre el S&P 500 (a)

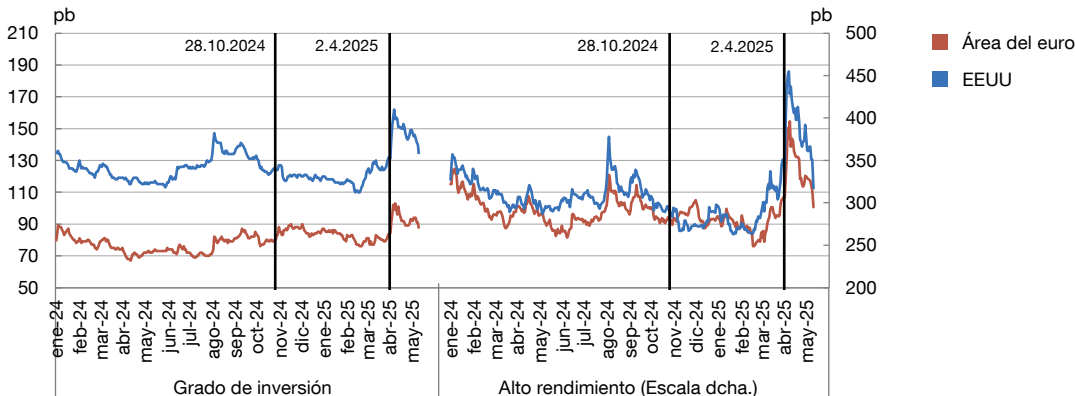
FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 12 de mayo de 2025. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario.

a Media móvil de cinco días.

Gráfico 4.12

Las primas de riesgo de la deuda corporativa repuntaron con fuerza con la escalada del conflicto arancelario y, a pesar de su descenso reciente, se sitúan en niveles más elevados que los observados en la fecha de cierre del IEF anterior

4.12.a Diferenciales corporativos frente a la curva swap (a) (b)



FUENTE: LSEG Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario.

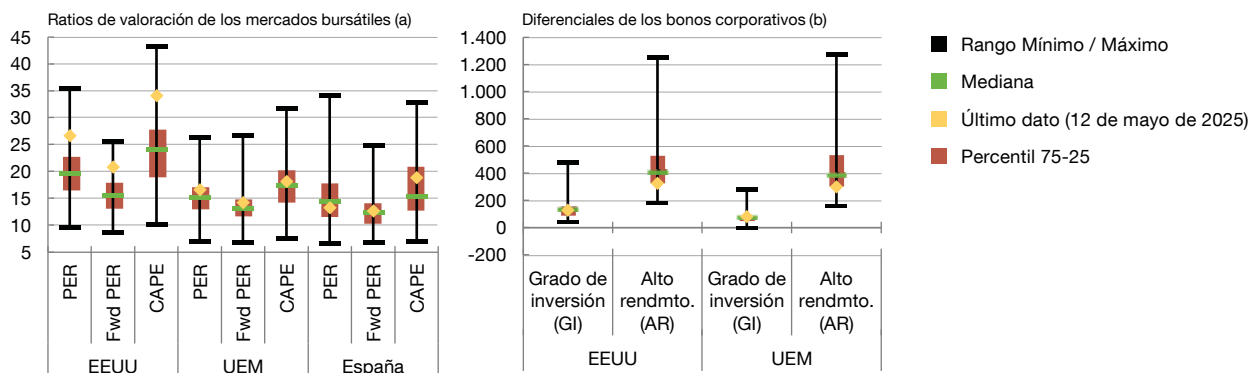
- a La curva swap se refiere a los índices ICE Bank of America Merrill Lynch y representa los tipos de interés libres de riesgo a distintos vencimientos. En un swap de tipos interés los dos partes acuerdan intercambiar pagos periódicos de intereses, uno basado en una tasa fija y otro en una tasa variable.
- b En abril de 2025, el segmento de bonos de alto rendimiento representaba aproximadamente el 14 % del total del saldo vivo de deuda por parte de sociedades no financieras en el área del euro —según estimaciones basadas en emisiones históricas de Dealogic— y un 19 % en Estados Unidos. En términos relativos, el mercado de alto rendimiento en el área del euro equivalía al 25 % del tamaño del mercado estadounidense.

La pausa en la aplicación de algunos aranceles y los acuerdos en materia comercial han permitido una estabilización de los mercados. En particular, los índices bursátiles han recobrado los niveles previos a la escalada del conflicto arancelario del 2 de abril (véase gráfico 4.10). De esta manera, los índices de las bolsas europeas acumulan ganancias desde el inicio de 2025, apoyados

Gráfico 4.13

Las métricas de valoración de los activos financieros con riesgo siguen siendo elevadas en comparativa temporal para los activos bursátiles en Estados Unidos y para los bonos corporativos de alto rendimiento en ese país y en la UEM

4.13.a Métricas de los mercados bursátiles (panel izquierdo) y de bonos corporativos (panel derecho)



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025.

- a A partir de series mensuales de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y Estados Unidos y desde 1987 para España. Para el *Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio* (CAPE, por sus siglas en inglés) de España y el *forward* a un año del *Price Earnings Ratio* (Fwd PER, por sus siglas en inglés) de la UEM la muestra es algo más reducida. La ratio CAPE 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 PER y Fwd PER recogen la relación entre precio de las acciones y los beneficios por acción (observados o esperados) y son ratios facilitadas por Datastream.
- b Diferenciales corporativos respecto a la curva *swap* de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. La curva *swap* representa los tipos de interés libres de riesgo a distintos vencimientos. En un *swap* de tipos interés las dos partes acuerdan intercambiar pagos periódicos de intereses, uno basado en una tasa fija y otro en una tasa variable. Datos mensuales de las series desde 1998.

en particular por los buenos resultados económicos del sector bancario —con un peso elevado en la capitalización de las bolsas de este continente— y las perspectivas de un aumento en la inversión en defensa. En lo que va de año, el índice Euro Stoxx se ha revalorizado un 11,6 %, mientras que el estadounidense S&P 500 ha retrocedido ligeramente, con el sector bancario de estos índices revalorizándose más de un 36 % y cayendo en torno a un 3,3 %, respectivamente. Por su parte, en los mercados de renta fija, los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento han revertido el aumento experimentado tras el 2 de abril y se sitúan en niveles algo inferiores a los de esa fecha. En el segmento de grado de inversión la reversión ha sido casi completa (véase gráfico 4.12). En cualquier caso, los diferenciales corporativos se sitúan en ambos segmentos por encima de los niveles a fecha de cierre del IEF anterior.

La valoración de los activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica, en especial en Estados Unidos. Las primas de riesgo bursátiles han mostrado ascensos, aunque se mantienen en niveles muy inferiores a su media histórica tanto en Estados Unidos como en Europa (véase sección 5.2). Las ratios de precios de las acciones sobre beneficios de las empresas (PER, por sus siglas en inglés) se encuentran todavía por encima de su mediana histórica en Estados Unidos, superando de hecho el percentil 75 de su distribución histórica (véase el panel izquierdo del gráfico 4.13). En los mercados de renta fija corporativa, los diferenciales en el segmento de grado de inversión tanto en Estados Unidos como en el área del euro se han mantenido próximos a su mediana histórica (véase el panel derecho del gráfico 4.13). Sin embargo, en el de alto rendimiento, todavía permanecen por debajo de su mediana histórica en ambas áreas.

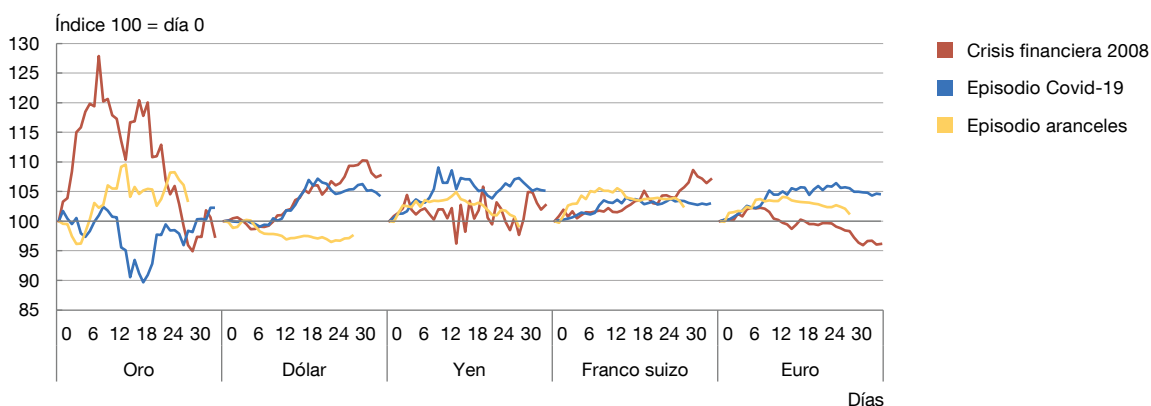
Las tensiones asociadas a la guerra arancelaria han provocado una depreciación generalizada del dólar. Tras depreciarse de forma notable frente al dólar hasta finales de 2024, el euro se ha apreciado un 6,9 % frente a este en la parte transcurrida de 2025, llegando a superar los 1,14 dólares por euro en abril, nivel no visto desde comienzos de 2022. Los activos en dólares no han desempeñado durante la crisis actual su papel tradicional de refugio en episodios de turbulencia. En contraste, la búsqueda de activos refugio sí que ha favorecido la revalorización del oro y la apreciación del yen japonés y del franco suizo, repitiéndose en estos casos un patrón similar al de periodos de turbulencias pasados (véase gráfico 4.14). En los últimos días, los avances en las negociaciones comerciales han derivado en una cierta apreciación del dólar frente a las principales monedas.

La escalada arancelaria de abril tuvo un impacto moderado sobre los diferenciales asociados a los contratos *cross-currency basis swap* euro/dólar¹³. El coste relativo de obtener dólares a través de contratos *cross-currency basis swap* euro/dólar a 3 meses aumentó moderadamente en reacción a los anuncios sobre aranceles del 2 de abril¹⁴. Este

Gráfico 4.14

El anuncio de las medidas arancelarias del 2 de abril provocó una depreciación del dólar, en contraste con otros periodos históricos de turbulencias financieras y también con la reacción de otros activos refugio tradicionales

4.14.a Precio del oro y del tipo de cambio en periodos de inestabilidad bursátil (a)



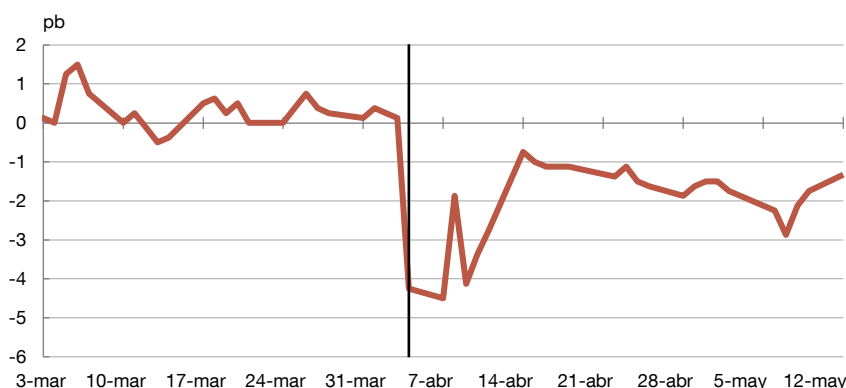
FUENTE: LSEG Datastream.

a Evolución del precio del oro, del tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del dólar, yen, franco suizo y euro durante 36 días hábiles del episodio Covid-19 (desde 21.2.2020 hasta 10.4.2020) y de la crisis financiera de 2008 (desde 12.9.2008 hasta 31.10.2008) y durante 30 días hábiles del episodio de los aranceles (desde 1.4.2025 hasta 12.5.2025).

- 13 Un contrato *swap* sobre dos divisas fija el intercambio de cierta cantidad de ambas en el presente y en un plazo prefijado, y suelen tener vencimientos menores a 1 año. Los contratos *cross-currency basis swap* pueden tener vencimientos de largo plazo y, además del intercambio de divisas, se incluye el pago de tipos de interés en las dos monedas.
- 14 El coste relativo (*cross-currency basis*, por su terminología en inglés) se computa a partir de la diferencia del interés pagado por pedir prestados dólares estadounidenses a cambio de euros en el mercado de *swap* respecto al coste de pedir prestado esa misma moneda directamente en el mercado de efectivo. Un diferencial distinto de cero muestra una divergencia de la paridad de interés cubierta. Valores negativos señalan que obtener dólares estadounidenses a cambio de euros en el mercado de *swap* es más caro que pedir prestados dólares directamente en el mercado de efectivo (es decir, si es negativo, el inversor paga una prima sobre la diferencia de tipos de interés entre EUR y USD).

Gráfico 4.15

Tras la escalada arancelaria se observaron algunos aumentos del diferencial del coste de obtener dólares a través de *cross-currency basis swap* euro/dólar a 3 meses

4.15.a Diferencial del coste del *swap* euro/dólar a 3 meses desde marzo de 2025 (a)

FUENTES: LSEG Datastream y ECB. La línea vertical 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a El diferencial (*cross-currency basis*, por su terminología en inglés) se computa a partir de la diferencia del interés pagado por pedir prestados dólares estadounidenses a cambio de euros en el mercado de *swap* respecto al coste de pedir prestado esa misma moneda directamente en el mercado de efectivo. Un diferencial distinto de cero muestra una divergencia de la paridad de interés cubierta. Valores negativos señalan que obtener dólares estadounidenses a cambio de euros en el mercado de *swap* es más caro que pedir prestados dólares directamente en el mercado de efectivo (es decir, si es negativo, el inversor paga una prima sobre la diferencia de tipos de interés entre EUR y USD).

repunte revirtió parcialmente tras la pausa de 90 días al incremento de los aranceles (véase gráfico 4.15). La información disponible de otros tipos de contrato *swap* euro/dólar con participación de los bancos europeos no ha mostrado patrones anómalos en los volúmenes de negociación tras el 2 de abril (véase gráfico A2.4.2.3 en el anejo 2).

Mercados financieros de países emergentes

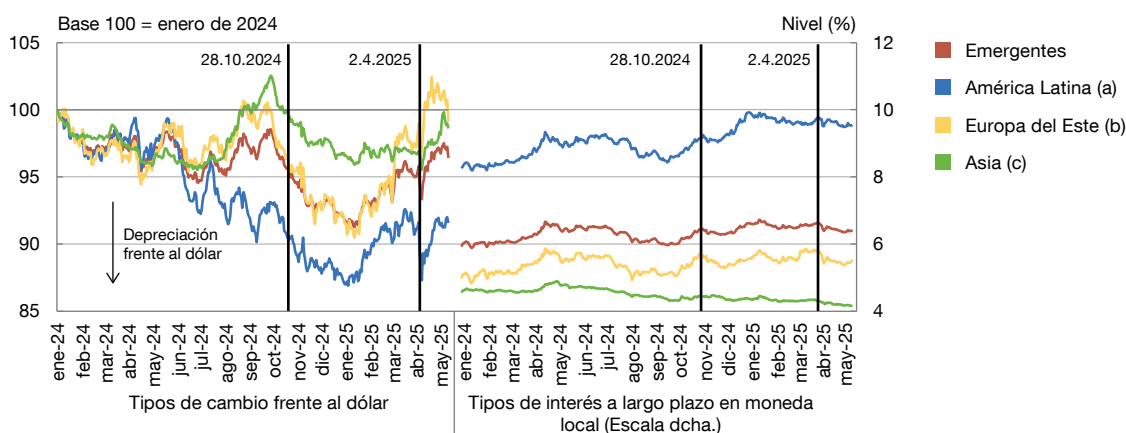
Por su parte, los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado cierta resistencia durante el episodio actual de turbulencias. En casi todas estas economías, los tipos de cambio frente al dólar se depreciaron de modo muy temporal tras el anuncio de los aranceles de Estados Unidos, llegando a apreciarse posteriormente. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo de su deuda pública se mantuvieron contenidos (véase gráfico 4.16). Adicionalmente, sus índices bursátiles registraron aumentos y los diferenciales soberanos repuntaron solo de forma limitada y transitoria (véase gráfico A2.4.2.4 en el anejo 2). Los mercados financieros latinoamericanos venían mostrando desde verano un comportamiento más desfavorable, que respondía a factores relacionados con riesgos locales¹⁵. En términos del valor de sus divisas, su reacción a la crisis iniciada el 2 de abril fue también relativamente más adversa que la de otras economías emergentes,

¹⁵ Para más detalle, véase Banco de España. Departamento de Economía Internacional y Área del Euro. (2025). *Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2024*.

Gráfico 4.16

Los mercados emergentes se mostraron resilientes durante el episodio de turbulencias del mes de abril, aunque con un comportamiento diferencial más negativo de Latinoamérica

4.16.a Tipos de cambio y tipos de interés de la deuda a largo plazo en moneda local



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a Promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

b Promedio de República Checa, Polonia y Hungría.

c Promedio de China, República de Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

con una depreciación más marcada. Esta ha revertido completamente a la última fecha de datos disponible, pero la comparativa es de nuevo desfavorable frente a la apreciación de las divisas de otras economías emergentes.

Indicador de riesgo sistémico para los mercados financieros españoles

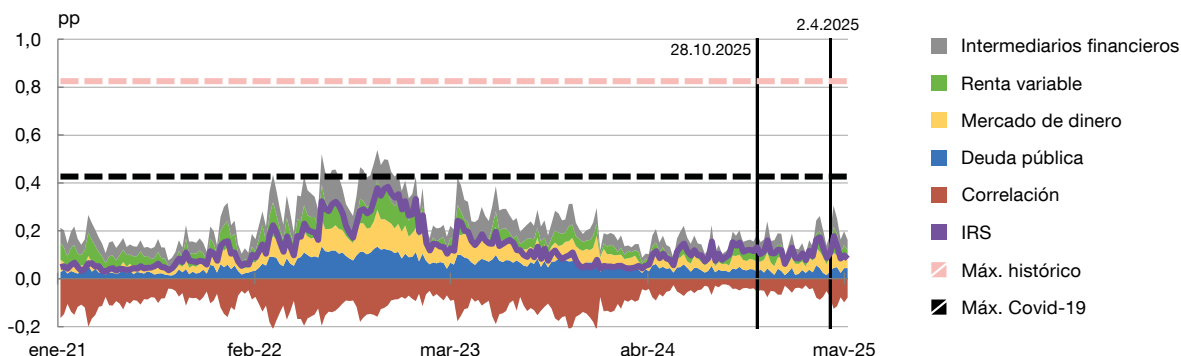
El indicador de riesgo sistémico (IRS) en España mostró un comportamiento volátil como resultado del episodio de turbulencias de abril, pero se mantiene en niveles moderados¹⁶. Tras su repunte de agosto de 2024, el IRS se había mantenido relativamente estable hasta comienzos de abril de este año (véase gráfico 4.17). Las turbulencias al inicio de este mes dieron lugar a un repunte abrupto del índice, que fue rápidamente corregido. Los mercados de valores y de financiación bancaria fueron los componentes que experimentaron mayores fluctuaciones. Actualmente el IRS se sitúa en niveles relativamente bajos en términos históricos y comparables a los del segundo semestre de 2024. Estas oscilaciones del IRS revelan la elevada sensibilidad de los mercados financieros a noticias positivas y negativas en el contexto actual de elevada incertidumbre comercial y de las políticas económicas.

¹⁶ Este evalúa el grado de materialización de los riesgos sistémicos, aumentando cuando se producen pérdidas simultáneas en los distintos segmentos de los mercados financieros. Véase el **recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013** para más detalle.

Gráfico 4.17

Los mercados financieros españoles se han recuperado con rapidez del impacto negativo del episodio de turbulencias de abril, pero este revela la sensibilidad frente a noticias negativas en el ámbito de las políticas económicas

4.17.a Indicador de riesgo sistémico (IRS). España (a)



FUENTES: LSEG Datastream y Banco de España. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 7 de mayo de 2025.

a El IRS agrega 12 indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos el sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el **recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013**.

Criptoactivos

Las correlaciones entre el precio de los principales cryptoactivos y las cotizaciones de la renta variable han disminuido desde finales de 2024, aunque se mantienen elevadas.

Históricamente, los cryptoactivos han exhibido una correlación fluctuante con la renta variable¹⁷. Así, durante 2024, los precios de los cryptoactivos mostraron una elevada correlación positiva con los índices de las bolsas de Estados Unidos y Europa, y con los subíndices bancarios de ambas regiones. Sin embargo, desde finales de 2024, esta correlación ha disminuido (véase gráfico 4.18). Tras el anuncio de nuevos aranceles por Estados Unidos, la correlación mostró un breve repunte seguido de una disminución, pero se mantiene en un nivel elevado con respecto al mismo período del año anterior.

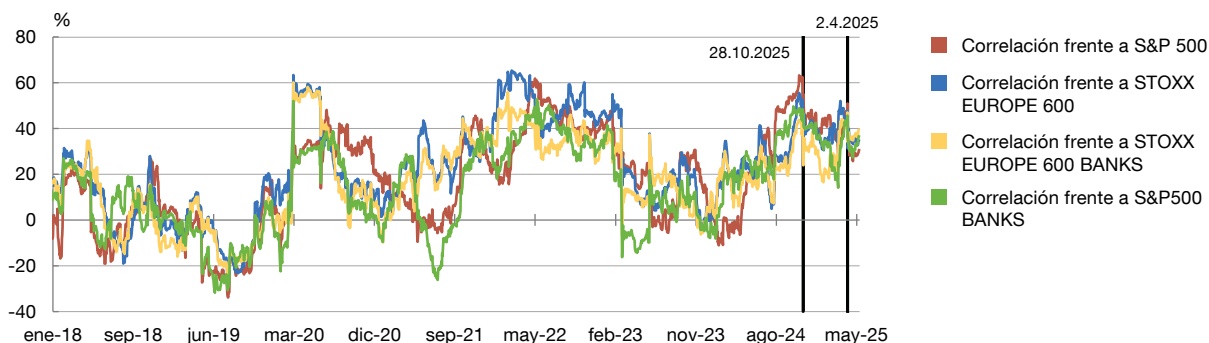
Por su parte, la capitalización de los cryptoactivos ha disminuido desde comienzos de 2025, pero se mantiene elevada en perspectiva histórica. A lo largo de 2024, la capitalización del mercado de cryptoactivos aumentó, impulsada por eventos como la aprobación regulatoria de fondos (ETF, por sus siglas en inglés) que invierten en estos instrumentos, así como por el posicionamiento favorable de la nueva Administración presidencial estadounidense. Sin embargo, tras el repunte inicial después de las elecciones en Estados Unidos, el mercado de los cryptoactivos experimentó descensos. Adicionalmente, las turbulencias de abril causaron una ligera corrección adicional, que fue muy breve y similar a la observada en los mercados financieros. Los cryptoactivos continúan representando

¹⁷ Por ejemplo, en tiempos de estrés elevado en el mercado, el índice de cryptoactivos MVIS se ha movido en conjunto con las acciones, reflejando que no es un activo refugio.

Gráfico 4.18

Las correlaciones entre los precios de la renta variable y de los principales criptoactivos han disminuido desde finales de 2024, aunque se mantienen elevadas

4.18.a Correlación entre los rendimientos diarios de un índice de criptoactivos y activos tradicionales (a)



FUENTES: LSEG Datastream y MVIS Investable Indices. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a Se utiliza el índice de criptoactivos MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, que incluye los 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo). Las correlaciones se calculan con ventanas móviles de tres meses de los rendimientos diarios en cada índice.

una parte pequeña de los mercados financieros, lo que limita los riesgos actuales que implican para la estabilidad financiera, pero no la posibilidad de una mayor contribución al riesgo sistémico si continúa su expansión, justificando su análisis en profundidad (véase recuadro 4.1).