










4

MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

4 MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Esquema 4.1

Mercados y precios de los activos (a)

 MERCADO INMOBILIARIO	<ul style="list-style-type: none"> La fortaleza de la demanda de vivienda en relación con su oferta ha impulsado notablemente su precio real Peso de la actividad inmobiliaria y de construcción en el PIB alejado de los niveles elevados previos a la crisis de 2008 La expansión observada del crédito inmobiliario es contenida en relación al PIB y al saldo de crédito bancario, y no se ha traducido en un mayor endeudamiento de los hogares Los criterios de concesión de crédito hipotecario no presentan señales de relajación material
 MERCADOS FINANCIEROS	<ul style="list-style-type: none"> Elevadas valoraciones de los activos con riesgo Elevada concentración de la capitalización bursátil global en un número reducido de empresas tecnológicas de EEUU El repunte de la prima de riesgo soberano de Francia no se ha trasladado a otras economías del área del euro

FUENTE: Banco de España.

a Los escudos con signo positivo (negativo) señalan circunstancias de la situación financiera de cada mercado 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

Las compraventas de vivienda alcanzaron niveles elevados en el primer semestre de 2025, aunque mostraron señales de desaceleración. En junio de 2025, las adquisiciones de vivienda alcanzaron las 745 mil unidades en términos acumulados de 12 meses, una cifra similar a la registrada al final del primer trimestre de 2008 (véase gráfico 4.1.a)¹. No obstante, el incremento interanual de las compraventas en el segundo trimestre de 2025 se situó en el 3,1 %, significativamente por debajo del 14 % del primer trimestre o del 20 % del último trimestre de 2024. En cuanto a su composición, continuaron predominando las compraventas de vivienda usada, que representaron cerca del 90 % de las operaciones².

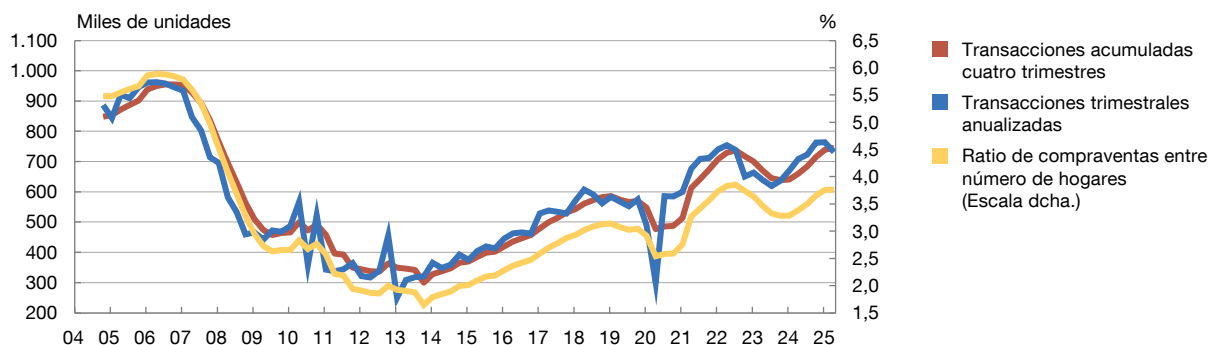
¹ La similitud en términos de compraventas entre estas dos fechas se reduce cuando se considera el crecimiento poblacional, ya que el volumen acumulado de compraventas en el primer trimestre de 2008 equivalía al 4,5 % de los hogares residentes frente al 3,7 % en el segundo trimestre de 2025.

² Esta composición contrasta con el mayor peso de las compraventas de vivienda nueva en expansiones previas, con ratios promedio del 40 % en el período 2004-2007.

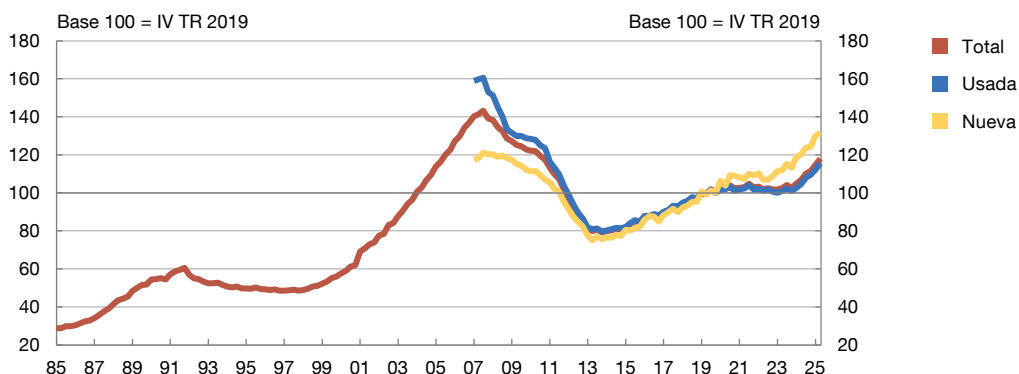
Gráfico 4.1

La fortaleza de la demanda y una oferta relativamente rígida continuaron presionando al alza los precios de la vivienda en el primer semestre de 2025, mientras que las compraventas crecieron a menor ritmo que en 2024

4.1.a Compraventas de vivienda (a)



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



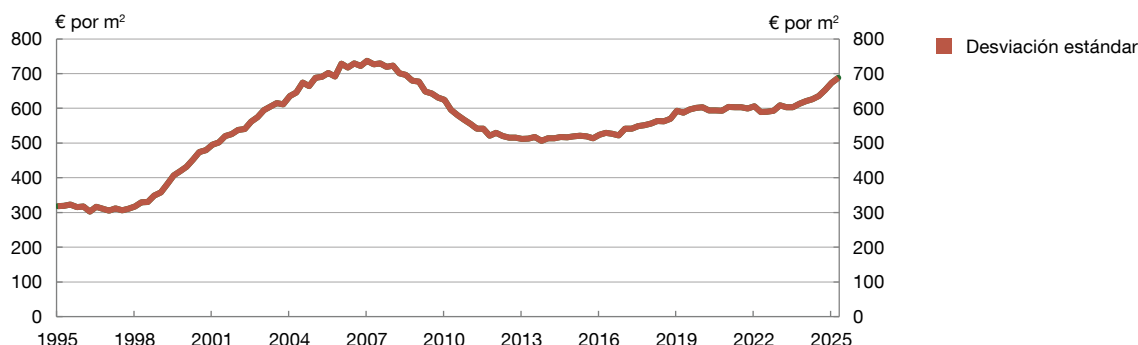
FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a Operaciones escrituradas ante notario.

Los precios de la vivienda intensificaron su ritmo de aumento. El crecimiento anual medio en términos nominales se situó en el 12,5 % en el primer semestre de 2025, frente al 4 % y el 8,4 % registrados en el promedio de los años 2023 y 2024, respectivamente. Por segmentos, el incremento del precio de la vivienda usada (12,6 %) superó al de la vivienda nueva (12,2 %), en contraste con la dinámica observada entre 2019 y 2024. En términos reales, los precios de la vivienda crecieron a un ritmo interanual del 10,3 % en el segundo trimestre de 2025, hasta situarse un 17,7 % por debajo del nivel máximo alcanzado en el inicio de la crisis financiera global (tercer trimestre de 2007) (véase gráfico 4.1.b). Por su parte, los precios de los inmuebles comerciales han mostrado un mayor dinamismo que en 2024, especialmente en las zonas céntricas de las grandes ciudades (véase el gráfico A2.4.1.1 del anejo 2).

El crecimiento del precio de la vivienda se produjo en un contexto en el que se mantuvieron el vigor de la demanda y la relativa rigidez de la oferta. La demanda de

Gráfico 4.2

Los precios reales de la vivienda muestran una elevada heterogeneidad a nivel provincial**4.2.a Desviación estándar de los precios reales de la vivienda (a)**

FUENTES: Banco de España, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a Los precios de la vivienda corresponden a los valores de tasación de la vivienda libre. Los valores nominales se deflactan con el IPC, utilizando como base el primer semestre de 2025.



vivienda residencial mantuvo su fortaleza impulsada por un incremento poblacional de 85 mil hogares residentes en el primer semestre de 2025. Asimismo, el componente vinculado a la demanda de no residentes también contribuyó al dinamismo de las compras de viviendas, con un volumen de adquisiciones que superó las 29 mil unidades³. Estos aumentos de la demanda de vivienda⁴ se situaron por encima de las 45 mil viviendas nuevas terminadas durante el mismo período. Por tanto, la cobertura de la demanda continuó apoyándose en la adquisición de viviendas de segunda mano. A corto plazo, el aumento esperado en el número de viviendas nuevas —según la información de viviendas iniciadas y nuevos visados— seguirá siendo insuficiente para satisfacer la nueva demanda en 2025⁵.

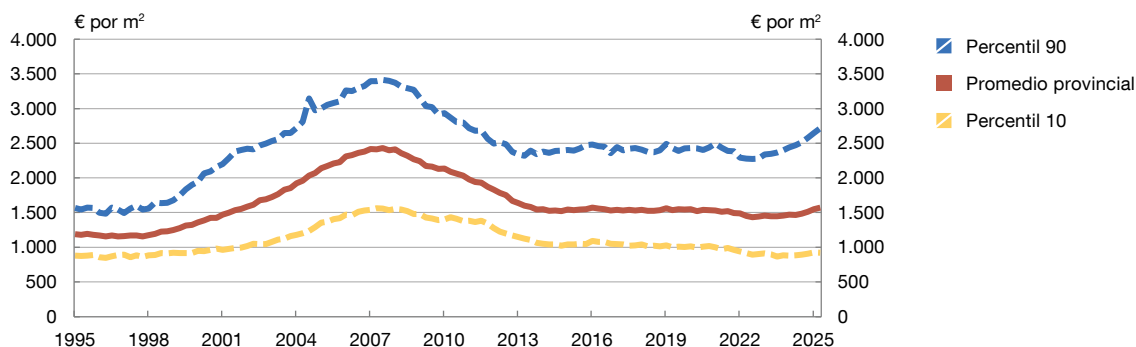
La heterogeneidad provincial en los precios de la vivienda se ha incrementado en el período reciente. El crecimiento robusto de los precios reales en las provincias donde son más elevados, frente al modesto aumento o atonía en aquellas provincias donde son medios o bajos, ha producido un aumento de la dispersión provincial de los precios reales desde 2024 (véanse gráficos 4.2 y 4.3). En particular, en el período reciente, se ha observado un incremento del diferencial entre el precio real en el percentil 90 de la distribución por provincias y el precio provincial medio (véase gráfico 4.3). Las provincias con precios reales más bajos se sitúan en

- 3 Estas compras brutas supondrían, según las estimaciones disponibles, un incremento neto de 15 mil unidades del *stock* de viviendas en manos de no residentes.
- 4 Otros componentes de la demanda se derivarían de usos alternativos de la vivienda como, por ejemplo, el alquiler de temporada o el turístico, así como la demanda no satisfecha procedente de jóvenes que retrasan su emancipación del hogar parental.
- 5 En términos acumulados de 12 meses, la creación neta de hogares se situó en 190 mil hogares durante el primer semestre de 2025, frente a una producción de vivienda nueva que alcanzó cifras en torno a las 100 mil unidades terminadas y a las 140 mil viviendas iniciadas durante ese mismo período. Entre 2021 y 2025, el diferencial entre creación neta de hogares y vivienda nueva ascendió a 700 mil unidades.

Gráfico 4.3

En el periodo reciente, el crecimiento de los precios reales de la vivienda ha sido mayor en aquellas provincias donde sus niveles eran más elevados, mientras que otras han mostrado incrementos moderados o nulos

4.3.a Heterogeneidad provincial en los precios reales de la vivienda (a)



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a Los precios de la vivienda corresponden a los valores de tasación de la vivienda libre. Los valores nominales se deflactan con el IPC, utilizando como base el primer semestre de 2025. Las provincias se ordenan anualmente en función de la distribución de sus precios reales.



niveles equiparables a los de finales de la década de los 90, mientras que las provincias con precios reales más elevados alcanzan niveles de 2004, aunque inferiores a los máximos de 2008. Estas diferencias geográficas pueden estar asociadas a múltiples factores como, por ejemplo, la heterogeneidad en la evolución de la renta de los hogares, en la intensidad de la demanda de los no residentes y en las condiciones que los hogares asumen en sus préstamos hipotecarios. En el recuadro 4.1, con datos a nivel de código postal, se documenta la relación de estos y otros factores con la reciente evolución geográfica de los precios.

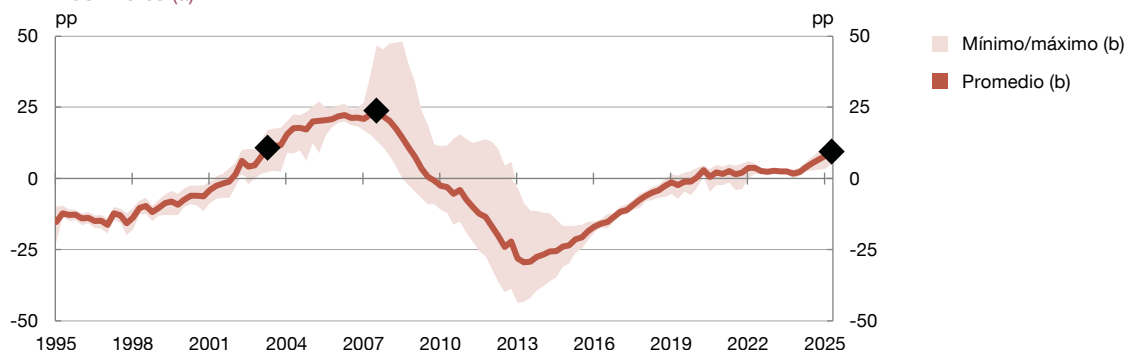
Los indicadores que relacionan los precios de la vivienda en España con la renta de los hogares y los tipos de interés muestran una evolución ascendente, por encima de su nivel de largo plazo estimado. Estos indicadores presentan valores más positivos cuando las variaciones en los precios de la vivienda se sitúan en niveles altos en relación con la renta o los tipos de interés⁶. Entre 2021 y 2024, se mantuvieron estables en niveles ligeramente positivos, debido a que el aumento de los precios de la vivienda en ese período fue compensado por una recuperación similar de la renta de los hogares. Sin embargo, la evolución interanual hasta junio ha mostrado un aumento del indicador, que se situó en ese mes entre el 5,3 % y el 12,7 %, frente a un rango estimado del 3,0 % al 9,4 % a finales de 2024 (véase gráfico 4.4.a). El rango estimado en junio de 2025 es similar al registrado en 2004, e inferior a los valores máximos observados a principios de 2008.

⁶ Estos indicadores de los precios de la vivienda con respecto a relaciones de largo plazo están sujetos a una notable incertidumbre y deben ser interpretados con cautela. Véanse por ejemplo el recuadro 3 en el *Financial Stability Review* del BCE de **junio de 2011** y el recuadro 3 de esa misma publicación de **mayo de 2015**. El uso de una batería de indicadores (distintos métodos y distintas combinaciones de precios, renta y tipos de interés) en vez de uno solo de ellos aporta robustez, pero es necesario notar que no incluyen todos los factores relevantes para el mercado de la vivienda (por ejemplo, condiciones de oferta).

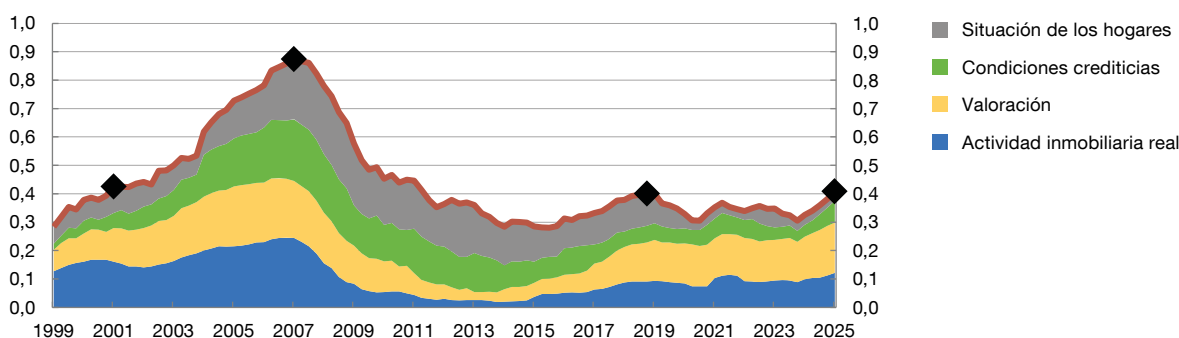
Gráfico 4.4

A pesar de cierto crecimiento por el impulso de los precios de la vivienda, los indicadores de riesgos del mercado inmobiliario se sitúan en conjunto en niveles significativamente inferiores a los años previos a 2008

4.4.a Indicadores que relacionan los precios de la vivienda con tendencias a largo plazo, renta de los hogares y los tipos de interés (a)



4.4.b Indicador sintético de riesgos en el mercado inmobiliario (a) (c)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: junio de 2025 (indicador sintético a marzo de 2025).

a Los rombos de color negro representan el valor máximo, el último valor disponible y su equivalente en fechas previas con tendencias alcistas.

b, c Véase la nota A2.4.1.2 del anejo 2.

El uso de un indicador sintético permite una evaluación más completa de la posible acumulación de riesgos en el mercado inmobiliario, al considerar tanto factores de oferta como de demanda. Este indicador reúne información de cuatro grupos de variables clave para el mercado inmobiliario: situación financiera de los hogares, condiciones crediticias, valoración de vivienda y actividad inmobiliaria real⁷.

El indicador sintético muestra un aumento de las vulnerabilidades del mercado inmobiliario desde 2024, aunque estas aún se sitúan en niveles significativamente inferiores a los de los años previos a 2008 (véase gráfico 4.4.b). El aumento del componente de valoraciones refleja los factores ya comentados dos párrafos antes. El indicador compuesto

⁷ Para más información sobre el cálculo del indicador sintético del mercado inmobiliario véase la nota A2.4.1.2 del anejo 2 y Pana Alves, Carmen Broto, María Gil y Matías Lamas (2023), «Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España», Banco de España, Documentos Ocasionales 2314.

de condiciones crediticias muestra una cierta relajación reciente (discutida en más detalle en la siguiente sección), si bien se sitúa en niveles históricamente reducidos. Por su parte, la actividad real ha experimentado un crecimiento mucho más moderado, reflejo de una oferta de vivienda nueva contenida. Por último, la situación financiera de los hogares se ha mantenido estable en niveles históricamente favorables (véase al respecto también el capítulo 2). Con todo ello, el indicador sintético se situaba a junio de 2025 en niveles similares a los observados en 2019, el año previo a la pandemia, y en 2001, claramente inferiores a los del *boom* inmobiliario de la primera década del siglo. En definitiva, tanto la actividad real como la situación financiera de los hogares y las condiciones crediticias presentan en el período reciente contribuciones mucho más reducidas al nivel total del indicador con respecto a las que mostraban hasta 2008.

4.1.2 Financiación

El crédito hipotecario nuevo a hogares para la compra de vivienda se incrementó de forma notable en el primer semestre de 2025. Su tasa de crecimiento interanual alcanzó un 26,2 % en el segundo trimestre de 2025, lo que supuso una moderación respecto al aumento del primer trimestre (39,9 %). De este modo, el nivel del crédito nuevo a hogares para adquisición de vivienda se sitúa en niveles máximos de la última década, pero significativamente inferiores a los observados entre 2000 y 2008 (véase gráfico 4.5.a).

A pesar de la expansión reciente, las ratios de crédito hipotecario nuevo sobre el PIB y sobre el crédito bancario total se mantienen en niveles moderados. Estos se sitúan cerca del promedio histórico, muy por debajo del máximo registrado antes de la crisis financiera global (véase gráfico 4.5.b).

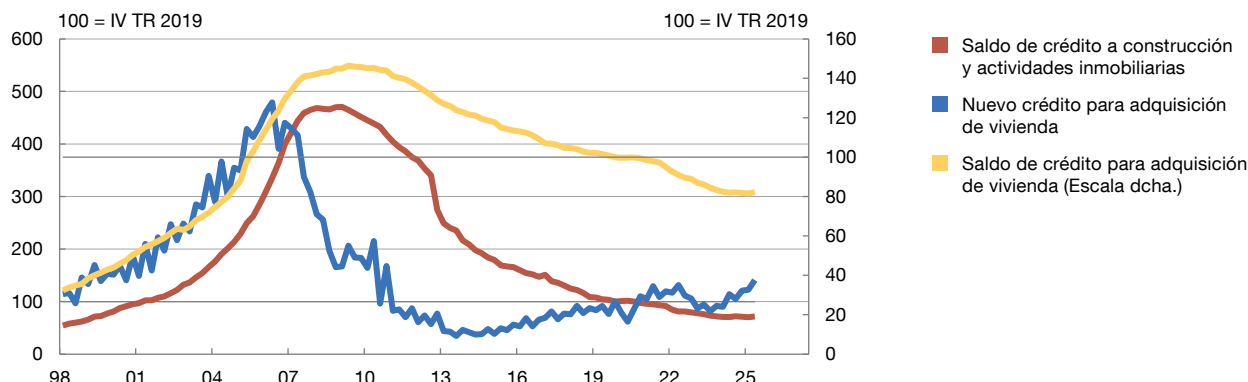
El crecimiento continuado del flujo de crédito nuevo ha propiciado que el saldo del crédito hipotecario a hogares destinado a la compra de vivienda se incremente moderadamente. Este saldo fue, en el segundo trimestre de 2025, un 2,4 % superior al del mismo trimestre del año anterior, un crecimiento interanual positivo por tercer trimestre consecutivo. Esta tendencia ha puesto fin a los descensos continuados que se venían observando desde el fin de la crisis financiera global, si bien su evolución se sitúa todavía lejos de lo observado entre 2000 y 2008 (véase gráfico 4.5.a).

Las hipotecas para compra de vivienda conforman la mayor cartera de crédito bancario a hogares y empresas, pero su peso en relación al PIB es contenido. El peso del saldo de hipotecas sobre el total del crédito bancario a hogares y empresas se situaba en junio de 2025 en el 42,5 %, cerca del percentil 90 de la serie histórica. Este peso elevado se debe a una disminución relativa mayor desde 2008 de otros tipos de crédito, en particular del destinado a la construcción y a las actividades inmobiliarias. Así, en relación al PIB, el saldo de hipotecas continúa actualmente en niveles reducidos (30,3 %, cerca del percentil 10 de la serie histórica), tras una contracción prolongada entre 2009 y 2021.

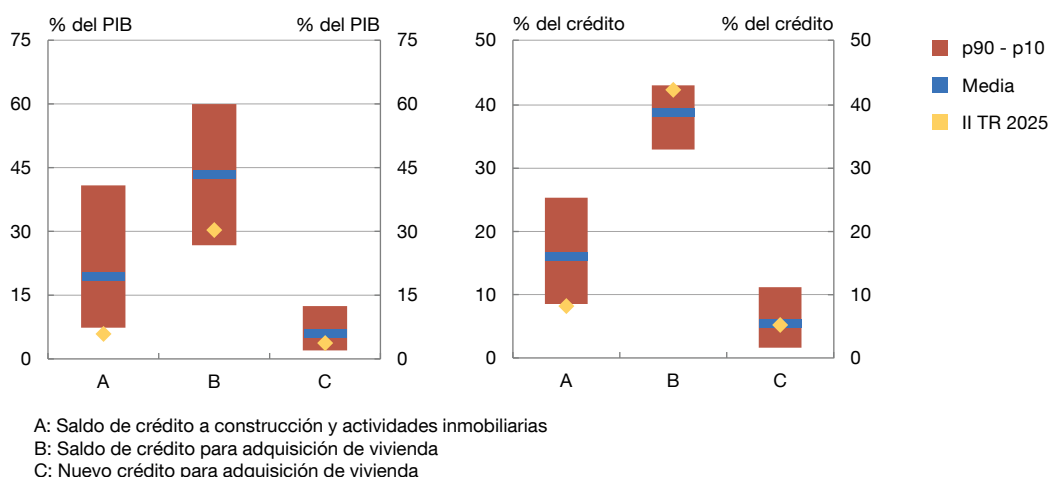
Gráfico 4.5

El crédito destinado al sector inmobiliario prosigue la senda de recuperación iniciada a finales de 2024 y se mantiene contenido en relación con el PIB

4.5.a Crédito bancario al sector inmobiliario. Índice (a)



4.5.b Crédito bancario al sector inmobiliario. Ratios sobre el PIB y el crédito total a hogares y empresas residentes en España (b)



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

a Las tres series se representan en términos reales y tomando como año base para cada una de las series el IV TR 2019.

b Los percentiles 90 y 10, así como la media de las series se calculan para el período I TR 1998-II TR 2025.



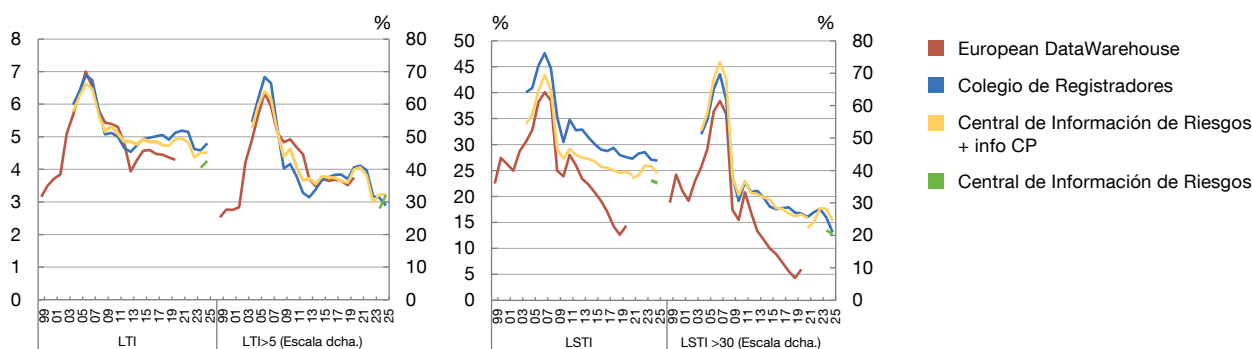
La financiación bancaria otorgada al sector de la construcción y las actividades inmobiliarias también mostró un crecimiento moderado, pero se mantiene cerca de mínimos históricos. El saldo nominal de este tipo de crédito aumentó en términos interanuales un 3,7 % en junio 2025, continuando una tendencia al alza observada por cuarto trimestre consecutivo. Este crecimiento contribuyó a la expansión del total de crédito a empresas (véase sección 3.1). No obstante, sus niveles en términos reales (véase gráfico 4.5.a), y en relación con el PIB y con el total de crédito a hogares y empresas, se mantienen en torno a mínimos históricos (véase gráfico 4.5.b).

Las condiciones de financiación de nuevas operaciones hipotecarias en función de los ingresos de los hogares se mantuvieron en niveles contenidos⁸, pese a un leve aumento reciente de la ratio de préstamo-ingresos (LTI, por sus siglas en inglés). La ratio LTI se situaba en promedio en 4,5 a mediados de 2025, ligeramente por encima del nivel de 4,4 en junio de 2024. Sin embargo, la ratio de servicio de la deuda-ingresos (LSTI) descendió en promedio 0,5 pp durante este mismo período hasta el 22,6 % en junio de 2025. Esto se debe a que el aumento de la ratio LTI de las operaciones nuevas se vio compensado por la reducción de los tipos de interés. Los porcentajes de operaciones con ratios LTI y LSTI

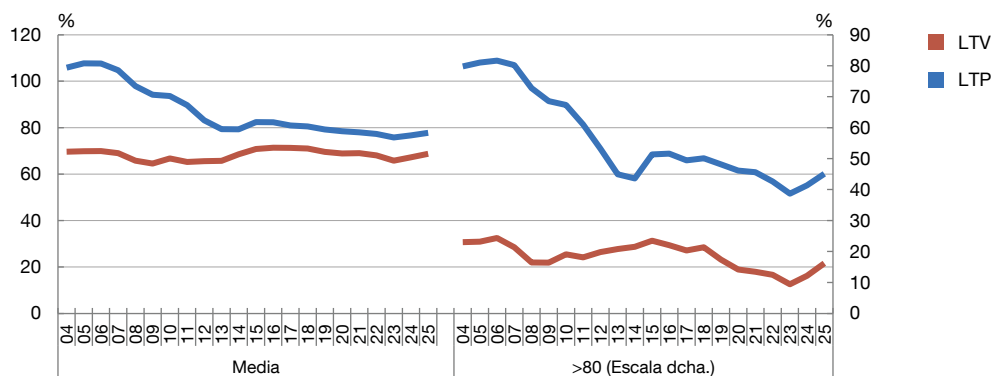
Gráfico 4.6

Los criterios de concesión en relación con la renta y valor de la garantía de las nuevas hipotecas se han relajado levemente en los últimos trimestres

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



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



FUENTE: Colegio de Registradores y Banco de España. Última observación junio de 2025.

a, b, c, d Véase nota A2.4.1.3 en el anejo 2.

⁸ En relación con IEF previos, se han combinado distintas fuentes históricas de datos para aumentar el período temporal cubierto para las métricas de las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios. El objetivo de este trabajo es disponer de información para cubrir el ciclo completo iniciado a finales del siglo pasado. Este esfuerzo ha supuesto utilizar fuentes de información y aproximaciones diversas. En el caso de las métricas relacionadas con la renta, el período de análisis se ha extendido hacia atrás desde 2007 hasta finales de los años 90.

superiores a 5 y 30 %, respectivamente, se situaban en niveles contenidos de acuerdo con la información histórica disponible, próximos a los observados a finales de los años 90 (véase gráfico 4.6.a).

El importe de las nuevas operaciones hipotecarias sobre el valor de la vivienda también se mantiene en niveles contenidos, pese al leve repunte observado desde principios de 2024. Las ratios entre el importe de las nuevas operaciones hipotecarias y los valores de tasación (LTV, por sus siglas en inglés) o de compraventa (LTP) han aumentado moderadamente desde finales de 2023, hasta situarse en el primer semestre de 2025 en 68,7 % y 77,8 %, respectivamente. La proporción de operaciones nuevas con ratios LTV o LTP por encima del 80 % también ha seguido una senda ascendente durante el mismo período (véase gráfico 4.6.b). No obstante, la muestra disponible indica que los valores actuales de LTP continúan siendo contenidos en términos históricos, y los de LTV continúan en torno al promedio del período 2004 – 2025.

Los plazos de nuevas operaciones de crédito hipotecario a hogares aumentaron ligeramente en 2025. El plazo medio de las nuevas operaciones de crédito hipotecario a hogares con garantía inmobiliaria aumentó en más de seis meses en el segundo trimestre de 2025, hasta alcanzar los 26 años y medio. Aun así, este plazo sigue estando considerablemente por debajo del máximo histórico de 30 años registrado en 2007, y también es inferior a la media histórica de la serie, calculada entre 2004 y 2025, que supera ligeramente los 27 años.

4.2 Mercados financieros

Política monetaria, mercados monetarios y deuda pública

Las políticas monetarias del área del euro y de EEUU se han relajado ligeramente desde la fecha de cierre del último IEF. El Banco Central Europeo redujo en junio de 2025 sus tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 2 %, y los ha mantenido sin cambios desde entonces. En EEUU, la Reserva Federal, que no había modificado su tipo oficial desde diciembre de 2024, lo recortó en 25 pb en septiembre y en octubre de 2025 hasta situarlo en el rango del 3,75 %-4,00 %.

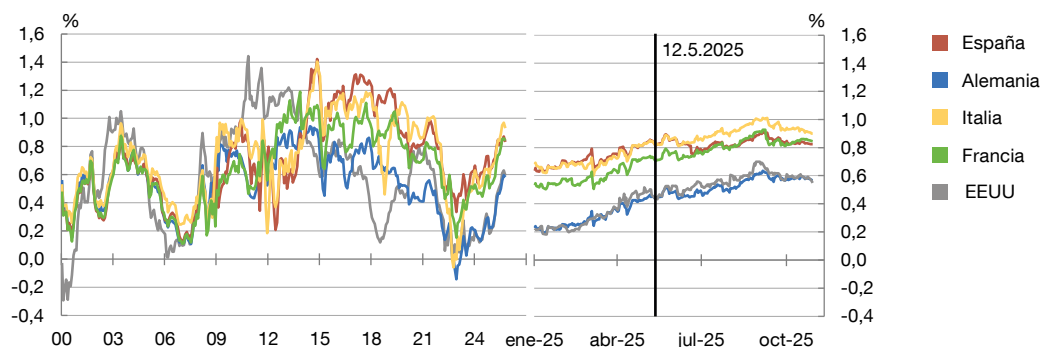
No obstante, las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos oficiales en ambas áreas han divergido (véase el gráfico A2.4.2.1 del anejo 2). Los mercados esperan que el tipo oficial en EEUU continúe descendiendo gradualmente en los próximos meses hasta alcanzar niveles más reducidos de lo que descontaban a mediados de mayo. En cambio, en el área del euro los mercados han revisado ligeramente al alza sus expectativas de tipos oficiales y apenas se contempla una nueva bajada.

En este contexto, los tipos de interés del mercado monetario del área del euro han mostrado pequeñas variaciones de distinto signo, según el plazo. El euríbor a un año y

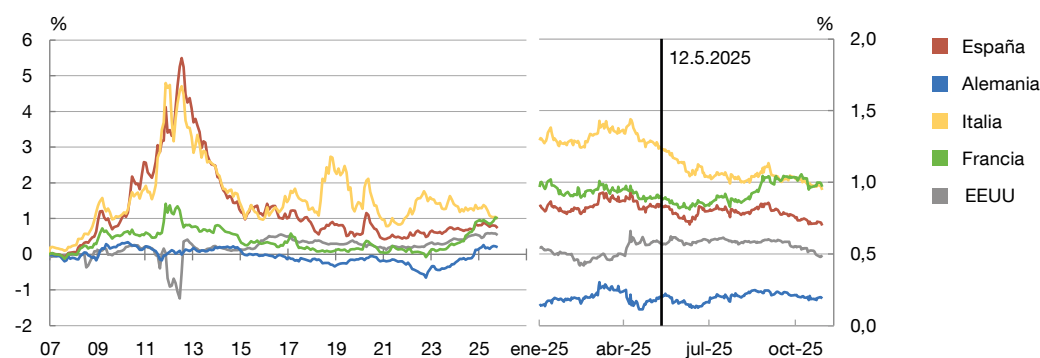
Gráfico 4.7

Se ha acentuado la pendiente de la curva de rendimientos de la deuda soberana en varias economías avanzadas, pero los diferenciales con respecto a los tipos libres de riesgo solo han repuntado en el caso de Francia

4.7.a Diferenciales soberanos 30 años - 10 años (a)



4.7.b Diferenciales soberanos 10 años - OIS (a) (b)



FUENTE: LSEG Datastream. Última observación: 29 de octubre de 2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

a El panel izquierdo incluye datos de medias mensuales, y el panel derecho datos diarios.

b Las series comienzan en 2007, fecha a partir de la cual hay datos de las tasas OIS.

a tres meses se situaban el 29 de octubre de 2025 en el 2,19 % (+12 pb desde el último IEF) y el 2,07 % (-7 pb), respectivamente.

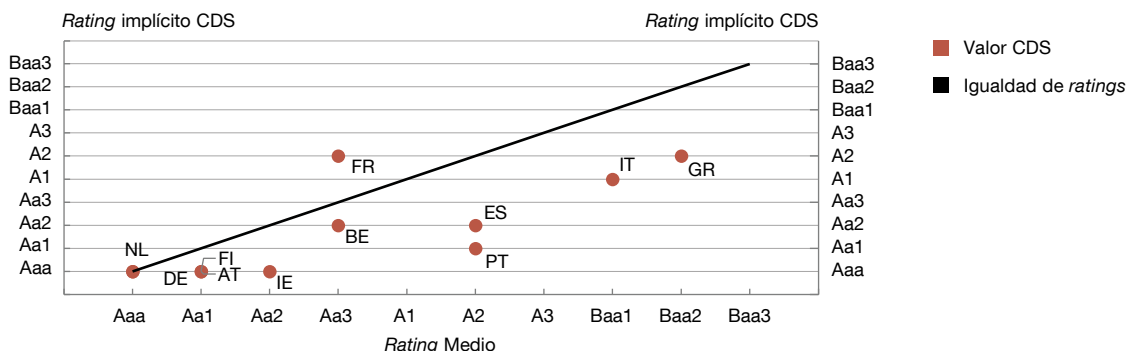
Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas se han reducido en la mayoría de los países del área del euro y, especialmente, en EEUU. Estas últimas se habrían visto afectadas por las expectativas de una política monetaria más acomodaticia. A la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años se situaban en el 2,6 % en Alemania (-3 pb desde último IEF) y en el 4,1 % en EEUU (-40 pb).

La pendiente de la curva de rentabilidad soberana entre los 10 y los 30 años ha aumentado en los últimos meses en diferentes regiones (véase gráfico 4.7.a). Este repunte podría reflejar una mayor preocupación de los inversores sobre la situación de las finanzas públicas, pero también la menor demanda por parte de inversores tradicionales—como fondos de pensiones y aseguradoras de vida— en el segmento de muy largo plazo por otros factores.

Gráfico 4.8

Las agencias de calificación crediticia asignan a Francia un *rating* más favorable que el implícito en las cotizaciones de los CDS, en contraste con lo observado para el resto de los países del área del euro

4.8.a Rating medio e implícito de los CDS de países de la UEM (a)



FUENTES: Bloomberg, Moody's y Banco de España. Fecha de análisis: 29 de octubre de 2025.

a El *credit default swap* o CDS (por sus siglas en inglés) es un producto financiero derivado que actúa como cobertura contra el riesgo de impago. El *rating* implícito viene dado por calificación implícita en la cotización del diferencial CDS soberano usando datos de Moody's. El *rating* medio está calculado con la media de las calificaciones de Moody's, S&P, Fitch y DBRS.

Los diferenciales soberanos a diez años frente al tipo de interés libre de riesgo⁹ en el área del euro han mostrado un comportamiento diferenciado, con un repunte en Francia y descenso o estabilidad en el resto (véase gráfico 4.7.b). El repunte en Francia está asociado al aumento de la incertidumbre política en el país galo y a la percepción del mercado de un deterioro en las perspectivas sobre sus finanzas públicas. Este deterioro también se ha reflejado en un empeoramiento de la calificación otorgada por algunas agencias (véase gráfico A2.4.2.2 del anejo 2)¹⁰. No obstante, dichas calificaciones se mantienen para Francia en niveles más favorables que las implícitas en las cotizaciones de los mercados de derivados de crédito (CDS),¹¹ en contraste con lo observado en otros países del área del euro (véase gráfico 4.8). En el caso de España, el diferencial de rentabilidad a diez años del bono soberano frente al alemán se sitúa en 51 pb, 12 pb por debajo del nivel de mediados de mayo (véase gráfico A2.4.2.2 del anejo 2), al tiempo que varias agencias han mejorado la calificación crediticia del tesoro español en los últimos meses¹².

9 La tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es considerada como la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en la UEM. 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.

10 El 12 de septiembre Fitch rebajó el *rating* de Francia de AA- a A+, con perspectiva «estable», el 19 de septiembre DBRS de AA (Alto) a AA y la perspectiva a «estable» de «negativa», el 17 de octubre S&P rebajó su *rating* de AA- a A+, y Moody's el 24 de octubre mantuvo su *rating* en Aa3, pero cambió la perspectiva a «negativa» desde «estable». En contraste, para Italia, Moody's elevó el 23 de mayo su perspectiva de «estable» a «positiva», el 19 de septiembre Fitch elevó su *rating* de BBB a BBB+, con perspectiva «estable», y el 17 de octubre DBRS su *rating* de BBB (Alto) a A (bajo).

11 El *credit default swap* o CDS (por sus siglas en inglés) es un producto financiero derivado que actúa como cobertura contra el riesgo de impago.

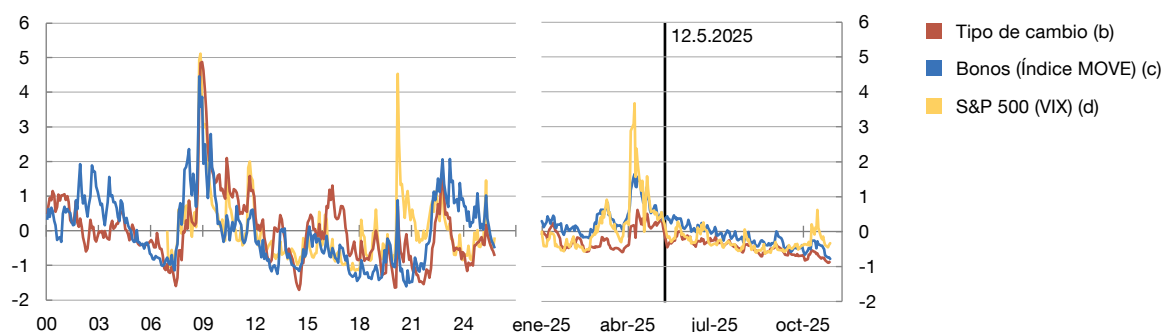
12 Para España, S&P elevó el 12 de septiembre la calificación del bono soberano de A a A+, con perspectiva «estable». Además, el 26 de septiembre Moody's y Fitch elevaron la calificación de España de Baa1 a A3 y de A- a A, respectivamente.

La volatilidad implícita en los mercados financieros y las primas de riesgo bursátiles se mantienen en niveles reducidos pese a la elevada incertidumbre (véase gráfico 4.9). Aunque se han observado repuntes en la volatilidad en los mercados financieros en este período —ante, por ejemplo, episodios de renovación de las tensiones comerciales entre China y EEUU o a raíz de las tensiones en los bancos regionales estadounidenses¹³— estos han sido transitorios. Así, la volatilidad de los mercados financieros registra niveles inferiores a los de mediados de mayo. El bajo nivel actual de volatilidad y la persistencia de las primas bursátiles en niveles históricamente

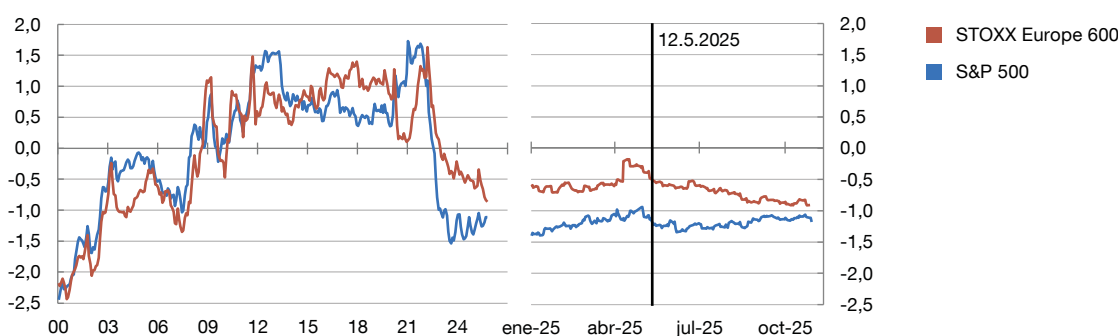
Gráfico 4.9

La volatilidad en los mercados financieros registra niveles contenidos y las primas bursátiles se siguen situando en valores muy reducidos a pesar de que persiste una elevada incertidumbre sobre las políticas y perspectivas económicas

4.9.a Volatilidades implícitas (a)



4.9.b Primas de riesgo bursátil (a) (e)



FUENTES: Bloomberg Data License, LSEG Datastream y Banco de España. Última observación: 29 de octubre de 2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

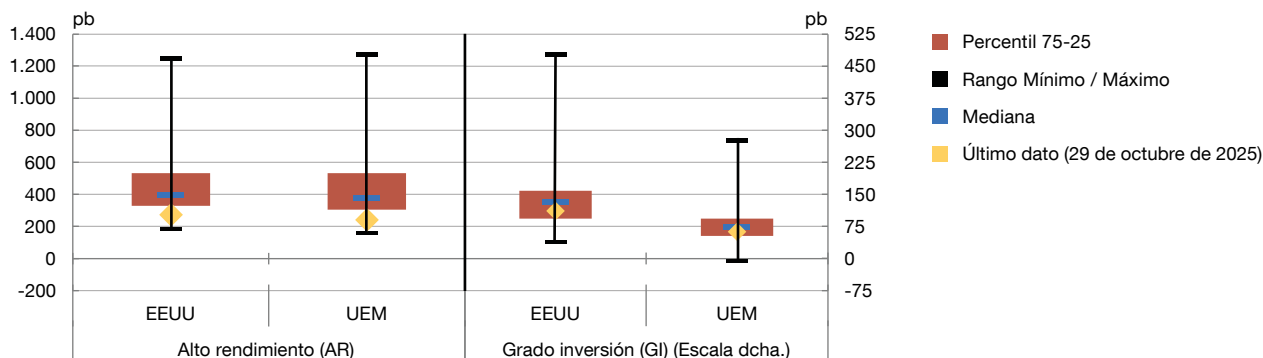
- a Datos estandarizados con la media y desviación estándar del período 2000-2025. El panel izquierdo incluye datos de medias mensuales, y el panel derecho datos diarios.
- b Promedio de la volatilidad a tres meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.
- c El MOVE mide la volatilidad implícita en el mercado de bonos del Tesoro de EEUU.
- d El VIX mide la expectativa de volatilidad del mercado de acciones de EEUU a 30 días. Un valor elevado apunta a una mayor incertidumbre en el mercado.
- e Véase la nota A2.4.2.3 del anejo 2.

13 A mediados de octubre, la cotización bursátil de las acciones de los bancos regionales de EEUU disminuyó de forma notable al anunciar dos de ellos préstamos fallidos de importe elevado y operaciones fraudulentas por parte de algunos prestatarios. La reacción tan negativa del mercado se vio condicionada al producirse este evento poco después de que quebrasen dos empresas americanas (First Brands y Tricolor). En conjunto, ambas situaciones habrían reavivado los temores a que subyaciese un problema mayor de calidad crediticia y de laxitud en la concesión de créditos en el mercado estadounidense.

Gráfico 4.10

Las primas de riesgo de la deuda corporativa se sitúan por debajo de su mediana histórica, especialmente en el segmento de alto rendimiento

4.10.a Diferenciales de los bonos corporativos (a)



FUENTES: Banco de España, LSEG Datastream y Bloomberg Data License. Última observación: 29 de octubre de 2025.

a 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 enero de 1998.

reducidos se ven favorecidos por un contexto en el que no se han materializado los escenarios geopolíticos y comerciales más adversos. En todo caso, contrasta con la persistencia de una elevada incertidumbre sobre las políticas y perspectivas económicas.

Los principales índices bursátiles han experimentado revalorizaciones desde la fecha de cierre del último IEF (véase gráfico A2.4.2.4 del anejo 2). Esta evolución habría estado favorecida por los buenos resultados corporativos, especialmente en EEUU, así como por las expectativas de una política monetaria más acomodaticia en dicho país. Desde la fecha de cierre del último IEF, el índice EURO STOXX ha aumentado un 6,5 %, impulsado por el buen comportamiento del sector bancario (véase gráfico A2.4.2.4 del anejo 2), mientras que el S&P 500 estadounidense se ha revalorizado un 17,9 %. El avance de este último ha estado liderado por las empresas más vinculadas a la tecnología y a la inteligencia artificial, que suponen un porcentaje muy elevado y creciente de su capitalización total (véase sección 5.2). Por su parte, el IBEX 35 ha subido un 18,3 %, también impulsado por el sector bancario, ante una evolución de los beneficios mejor de lo que anticipaban los mercados.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa han disminuido desde la fecha de cierre del último IEF y se mantienen, especialmente en el segmento de alto rendimiento, en niveles históricamente bajos (véase gráfico 4.10). En todo caso, las primas de riesgo de la deuda corporativa experimentaron aumentos puntuales ante los episodios de mayor aversión al riesgo en este período¹⁴.

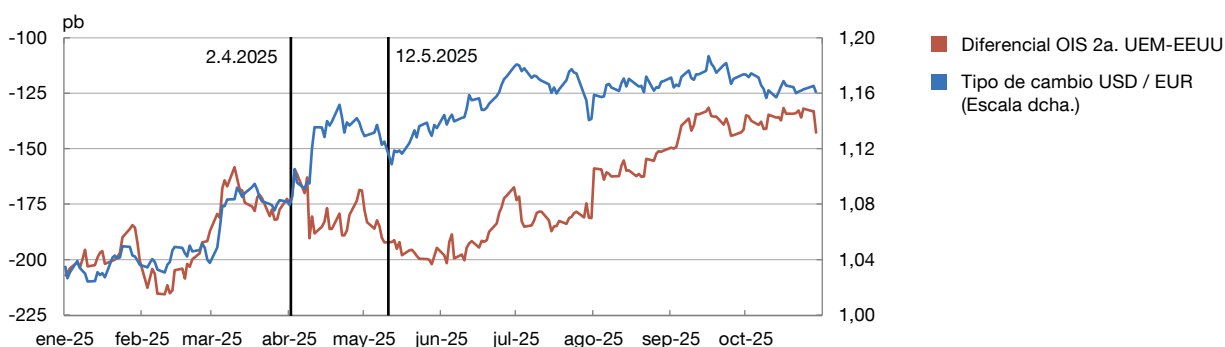
¹⁴ De acuerdo con los datos desde 1999 de volúmenes acumulados de emisiones corporativas procedentes de Dealogic, la deuda corporativa de alto rendimiento actualmente supone un 18,5 % y un 14,1 % de la deuda corporativa total en EEUU y el área del euro, respectivamente.

La depreciación del dólar frente a las principales divisas se ha frenado en los últimos meses. No obstante, las expectativas de una política monetaria más acomodaticia en EEUU, reflejadas por un estrechamiento del diferencial de tipos libres de riesgo a 2 años (OIS 2a), siguen presionando a la baja su cotización (véase gráfico 4.11). Tras el deterioro observado en abril durante la crisis arancelaria, se observa una cierta recuperación del apetito por el dólar de los inversores internacionales, reflejada en un mayor dinamismo de los flujos de inversión financiera hacia EEUU en los últimos meses (véase gráfico 4.12).

Gráfico 4.11

La depreciación del dólar se ha frenado, aunque sigue la presión a la baja del dólar por las expectativas de una política monetaria más laxa en EEUU

4.11.a Diferencial OIS 2a UEM-EEUU (a) y tipo de cambio USD/EUR



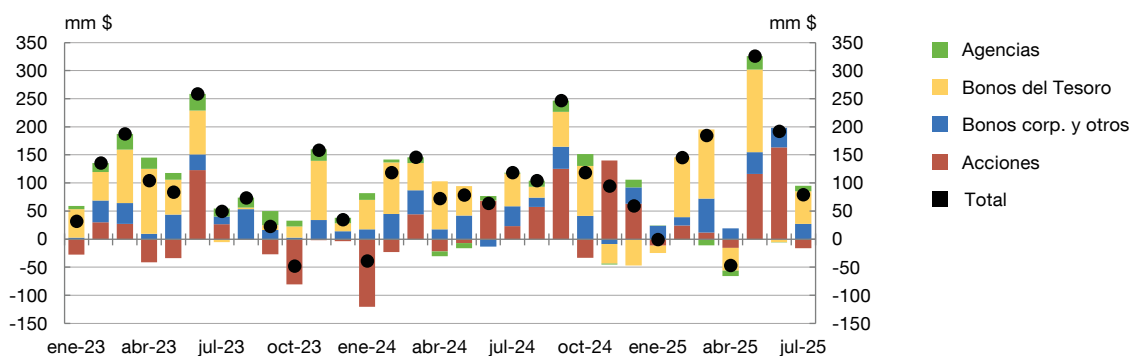
FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License. Última observación: 29 de octubre de 2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

a El diferencial OIS 2a UEM-EEUU capta la diferencia en los tipos libres de riesgo a 2 años entre las dos áreas.

Gráfico 4.12

Aumenta la inversión extranjera en activos estadounidenses, recuperándose tras la caída al inicio de la crisis arancelaria (abril 2025)

4.12.a Compras netas de activos a largo plazo de EEUU por inversores extranjeros. Flujos mensuales



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: julio de 2025.

A pesar del contexto de volatilidad contenida y aumento en los precios de los activos de riesgo, el precio del oro ha seguido elevándose durante los últimos meses. Tras una pausa entre mayo y mediados de agosto de 2025, su precio ha retomado una senda ascendente y ha superado los 3.900 dólares por onza, lo que supone una revalorización acumulada en el año del 49 %, el mayor aumento anual desde 1979. La revalorización del oro suele señalar aumentos de la aversión al riesgo, pero en esta ocasión esta evolución ha venido acompañada de unas bajas primas de riesgo en los activos de renta variable y fija que sugieren una reducida preocupación por el riesgo por parte de los inversores¹⁵.

Mercados financieros de países emergentes

Los mercados financieros de las economías emergentes registraron desde abril un comportamiento relativamente favorable en un contexto de elevada incertidumbre a nivel global. En general, en estas economías, los tipos de cambio frente al dólar se han apreciado en los últimos meses, influidos por la expectativa de una política monetaria más laxa en EEUU. Además, las bolsas han tenido un comportamiento positivo y el coste de financiación de la deuda, tanto interna como externa, ha disminuido. Por áreas geográficas, los mercados financieros latinoamericanos mostraron un desempeño más favorable que el resto a partir de julio, al moderarse algunos riesgos locales relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas (véase gráfico A2.4.2.5 del anejo 2)¹⁶.

Criptoactivos

La capitalización de los criptoactivos se ha expandido con fuerza en el período transcurrido de 2025, si bien ha estado sujeta a cierta volatilidad. La capitalización del índice MVIS, que agrupa los 100 principales criptoactivos sin respaldo, aumentó con fuerza desde mediados de mayo, si bien ha sufrido correcciones a la baja significativas en octubre. Su capitalización está dominada por Bitcoin, con un peso de en torno al 70 % en octubre de 2025 (véase gráfico 4.13). Por otra parte, el valor de los criptoactivos con respaldo (*stablecoins*),¹⁷ como Tether o USD Coin, también está creciendo rápidamente, aunque continúa representando una proporción relativamente pequeña de la capitalización total de criptoactivos. Muestra de

¹⁵ Algunos analistas la atribuyen a la mayor demanda de cobertura frente a eventos adversos extremos por parte de algunos inversores. En cambio, otros la vinculan con las estrategias de inversión denominadas *momentum trading*, en las que los inversores compran activos cuyos precios muestran una evolución positiva en el período reciente, amplificando de esta manera la tendencia creciente.

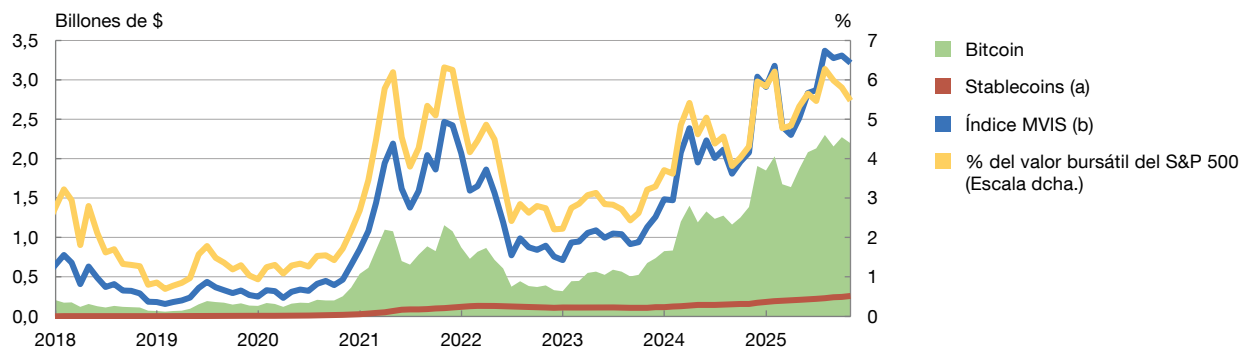
¹⁶ La excepción la constituyó Argentina, con una depreciación del tipo de cambio y un aumento del diferencial soberano ante la creciente incertidumbre política previa a las elecciones legislativas del 26 de octubre. El apoyo explícito de la Administración estadounidense y el resultado electoral favorable al gobierno redujeron notablemente el diferencial soberano, elevaron los índices bursátiles y atenuaron las presiones depreciatorias sobre el peso. El Tesoro de EEUU intervino en los mercados cambiarios comprando pesos argentinos y estableció un acuerdo *swap* por valor de 20.000 millones de dólares con el Banco Central de la República Argentina.

¹⁷ Una moneda estable o *stablecoin* es un tipo de criptomoneda diseñada con la intención de minimizar la volatilidad de su valor, ligando su valor a un activo o varios activos con valor estable, como pueden ser el dólar o el euro.

Gráfico 4.13

El valor de los criptoactivos ha continuado aumentando y, aunque todavía representan una parte reducida de los mercados financieros, su rápida expansión puede generar mayores riesgos para la estabilidad financiera

4.13.a Valor de mercado de los criptoactivos



FUENTES: LSEG Datastream, MVIS, Coinmarketcap y Banco de España. Última observación: 29 de octubre.

a Valor de mercado agregado de Tether y USDC.

b Índice MVIS *CryptoCompare Digital Assets 100 Index*, que incluye los 100 principales criptoactivos de acuerdo con su valor de mercado (no incluye *stablecoins*).

ello, es que en octubre de 2025 el valor de mercado agregado de Tether y USD Coin representa solo un 8,1 % de la capitalización del índice MVIS.

La escala de los mercados de criptoactivos limita los riesgos que implican para la estabilidad financiera, pero el rápido crecimiento puede alterar esta situación. A octubre de 2025, la capitalización del MVIS representaba el 5,5 % de la del índice de renta variable S&P 500 (véase gráfico 4.13). La correlación entre ambos mercados es positiva y se observa también un grado creciente de interconexión con el sector bancario, por ejemplo, a través de la comercialización de productos de inversión vinculados a los criptoactivos y la provisión de servicios de custodia. La sección 5.4 discute en más detalle los riesgos emergentes asociados a estos activos.