

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Otoño

2025

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA OTOÑO 2025

1

RESUMEN EJECUTIVO

Resumen ejecutivo 15

2

SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES, LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

2.1 Los hogares 27

2.2 Las empresas no financieras 31

2.3 Las Administraciones Públicas 34

3

SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS BANCOS ESPAÑOLES Y DEL SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO

- 3.1 Sector bancario** 45
 - 3.1.1 Rentabilidad 45
 - 3.1.2 Solvencia 49
 - 3.1.3 Balance consolidado 51
 - 3.1.4 Crédito 52
 - 3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez 60
- 3.2 Sector financiero no bancario** 63
- 3.3 Interconexiones sistémicas** 69

4

MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

- 4.1 El mercado inmobiliario** 93
 - 4.1.1 Precios y actividad 93
 - 4.1.2 Financiación 98
- 4.2 Mercados financieros** 101

5

ANÁLISIS DE RIESGOS

- 5.1 Riesgos geopolíticos 117
- 5.2 Riesgos en los mercados financieros 121
- 5.3 Otros riesgos macroeconómicos 124
- 5.4 Riesgos emergentes 126

6

POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

- 6.1 Colchón de Capital Anticíclico 135
- 6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas 137
- 6.3 Otras herramientas macroprudenciales 138

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Anejos

1 Balance y cuenta de resultados consolidados 147

2 Información técnica adicional 149

2.1 Las ratios de endeudamiento y de carga por intereses de los hogares españoles continuaron descendiendo y se situarían en los próximos años en niveles moderados 28

2.2 Se estima que el porcentaje de hogares endeudados con cargas elevadas sobre su renta se ha reducido hasta 2025 y que mostraría cierta sensibilidad a cambios significativos en el desempleo 29

2.3 La ratio de deuda sobre la riqueza bruta de los hogares disminuyó en 2025, en paralelo al incremento del peso de los activos inmobiliarios residenciales y los fondos de inversión en su patrimonio 31

2.4 Las ratios de endeudamiento y de carga por intereses de las empresas españolas se sitúan en niveles moderados, en los que se prevé que continúen en los próximos años 32

2.5 En general, las empresas habrían mejorado su capacidad para afrontar sus gastos financieros en 2025. Sin embargo, esta evolucionaría de forma heterogénea por sectores ante eventuales caídas significativas de los beneficios 33

2.6 España continúa situándose entre los países con mayor vulnerabilidad fiscal, aunque se observan avances en los últimos años 35

3.1 Pese a la caída del margen de intereses, la rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español siguió mejorando en la primera mitad de 2025 46

3.2 La caída del margen de intereses se debió a que el impacto negativo de la relajación monetaria vía precios (menor margen unitario) fue superior al impacto positivo vía cantidad (mayor volumen de negocio) 47

3.3 Por geografías, las mejoras de la rentabilidad bancaria se concentran en los últimos años en España y México 48

3.4 Las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español mostraron aumentos interanuales hasta junio de 2025, impulsadas por la acumulación de capital 50

3.5 El crecimiento interanual del saldo de crédito en España al sector privado se intensificó en el primer semestre del año, tanto en términos nominales como reales, a lo que contribuyó en mayor medida el segmento de hogares 53

- 3.6 El crecimiento en el crédito a empresas y autónomos fue relativamente pronunciado en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, mientras que, por tamaño, se concentró completamente en las grandes empresas 55
- 3.7 Los indicadores de *momentum* del crecimiento del crédito a empresas, hogares y autónomos muestran que España mantiene un dinamismo superior al del conjunto del área del euro, aun con la desaceleración observada en agosto en el crédito a empresas 56
- 3.8 Las ratios de dudosos y de vigilancia especial continuaron descendiendo, tanto en los hogares como en las empresas y los autónomos 58
- 3.9 El peso de la actividad de titulización se ha mantenido estable en los últimos años en relación con el balance consolidado, con un creciente peso relativo de las titulizaciones sintéticas 59
- 3.10 La caída de los tipos de interés de referencia propició una reducción del coste medio del pasivo en el primer semestre de 2025 60
- 3.11 El coste de capital se ha mantenido relativamente estable desde mayo de 2025 61
- 3.12 Los bancos españoles están menos expuestos a la financiación en dólares por vía transfronteriza y en actividad local fuera de EEUU que la mayoría de otros sistemas bancarios europeos comparables 63
- 3.13 El SFNB ha contribuido a lo largo de la última década de manera notable al crecimiento del activo financiero tanto en España como en el conjunto del área del euro, aunque sigue concentrando una fracción del activo total mucho menor en España 64
- 3.14 El apalancamiento de los fondos de inversión españoles es reducido e inferior a los fondos comparables del área del euro 65
- 3.15 Los fondos de inversión españoles presentaban en junio de 2025 niveles de liquidez inferiores a los de años previos, si bien por encima de los del conjunto del área del euro 66
- 3.16 El porcentaje de activos potencialmente afectados por reembolsos elevados es bajo con respecto a los valores observados desde 2013 67
- 3.17 Las interconexiones con el sector financiero suponen en torno a un 15 % del activo consolidado de los principales bancos españoles y se concentran fundamentalmente en la UEM y en otras economías avanzadas 70
- 3.18 El nivel de interconexión con otras entidades de crédito se mantiene en niveles similares a los de 2017, y se ha incrementado la interdependencia con el sector financiero no bancario 71
- 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 94
- 4.2 Los precios reales de la vivienda muestran una elevada heterogeneidad a nivel provincial 95
- 4.3 En el período 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 96
- 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 97
- 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 99
- 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 100
- 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 102
- 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 103
- 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 104
- 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 105

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	106	A2.3.1.1.1	Descomposición de la variación de la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE). Datos consolidados	152
4.12	Aumenta la inversión extranjera en activos estadounidenses, recuperándose tras la caída al inicio de la crisis arancelaria (abril 2025)	106	A2.3.1.1.2	Distribución por entidades de la rentabilidad sobre activo. Datos consolidados	152
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	108	A2.3.1.1.4	Tipos medios de los activos y pasivos financieros	153
5.1	Los indicadores de incertidumbre sobre políticas económicas siguen en niveles elevados	118	A2.3.1.1.6	Distribución por entidades del margen de intereses sobre activo total medio (ATM). Datos consolidados	154
5.2	Los aranceles impuestos por EEUU a sus socios comerciales se han incrementado en el período transcurrido de 2025	119	A2.3.1.1.7	Comparativa europea de la rentabilidad sobre activo y del margen de intereses sobre activo. Datos consolidados	154
5.3	El valor de los activos bursátiles en relación con los beneficios empresariales continúa siendo elevado en perspectiva histórica, especialmente en EEUU y para las denominadas «siete magníficas»	122	A2.3.1.2.2	Distribución por entidades de la ratio de CET1. Datos consolidados	155
5.4	La concentración bursátil ha aumentado en los últimos años y registra niveles especialmente elevados en EEUU y en los valores relacionados con la tecnología	123	A2.3.1.2.3	Distribución por entidades de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados	155
5.5	Algunas economías emergentes con vulnerabilidades fiscales y externas podrían verse especialmente afectadas por una eventual apreciación del dólar	127	A2.3.1.2.4	Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados	156
6.1	Los riesgos sistémicos cíclicos en España se mantuvieron en un nivel intermedio en el primer semestre de 2025. La brecha de producción se mantuvo en un nivel positivo y la brecha de crédito-PIB continuó creciendo	136	A2.3.1.3.1	Volumen semestral de las emisiones en mercado primario	156
A2.2.1.1	Renta de los hogares españoles	149	A2.3.1.4.1	Distribución por entidades de la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España	157
A2.2.1.2	Tasa de ahorro de los hogares en España	149	A2.3.1.4.3	Distribución por entidades de la ratio de dudosos del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España	157
A2.2.1.4	Riqueza Bruta real de los hogares en España	150	A2.3.1.4.4	Flujos acumulados a doce meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones	158
A2.2.1.5	Accesibilidad a la vivienda en propiedad. Variación acumulada desde finales de 2021. España	150	A2.3.1.4.5	Ratio de nuevas titulaciones respaldadas por préstamos originados en España sobre el crédito nuevo en España	158
A2.2.2.1	Resultado económico bruto de las sociedades no financieras en España	151	A2.3.1.5.1	Evolución de los tipos medios de los depósitos de hogares y empresas no financieras. Datos individuales de los negocios en España	159
			A2.3.1.5.2	Descomposición del coste de la deuda emitida por bancos españoles	159
			A2.3.1.5.3	Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda sénior no garantizada emitidos por las principales entidades españolas y otras entidades europeas	160

ÍNDICE DE ESQUEMAS

A2.3.1.5.4	Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda sénior no preferente (SNP) emitidos por las principales entidades españolas y otras entidades europeas	160
A2.3.2.2	Peso de los diferentes tipos de entidades dentro de otros intermediarios financieros no bancarios. Datos de activo a nivel no consolidado	161
A2.4.1.1	Índices de precios del sector inmobiliario comercial	162
A2.4.2.1	Expectativas de tipos oficiales para el área del euro y EEUU: Tipo de interés terminal	163
A2.4.2.2	Deuda soberana: calificación crediticia y diferencial frente al Bund alemán	164
A2.4.2.4	Índice bursátiles: General y bancos	164
A2.4.2.5	Tipos de cambio, bolsas y coste de la deuda pública en mercados emergentes	165
1.1	Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera	15
2.1	Situación financiera de los hogares, las empresas y las Administraciones Públicas en España	27
3.1	Situación financiera de los bancos y del sector financiero no bancario	45
4.1	Mercados y precios de los activos	93
5.1	Análisis de riesgos	117
6.1	Política macroprudencial	135

ÍNDICE DE CUADROS

- 6.1 Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados 137
- 6.2 Límites sobre los criterios de concesión y colchones sectoriales sobre los préstamos hipotecarios – Medidas activas en el área del euro 139
- A1.1 Balance consolidado. Entidades de depósito 147
- A1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito 148

ÍNDICE DE RECUADROS

- 2.1 Esfuerzo financiero asociado a la vivienda principal y consumo de los hogares 38
- 3.1 Tensiones comerciales y exposiciones sectoriales en países extranjeros materiales para la banca española 73
- 3.2 Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español 79
- 4.1 Análisis de la heterogeneidad geográfica en el crecimiento de los precios de la vivienda durante el período reciente (2022-2025) 109
- 5.1 Información externa sobre riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera 130
- 6.1 ¿Qué dice la literatura sobre los límites a los criterios de concesión de crédito hipotecario? 141

1

RESUMEN EJECUTIVO

1 RESUMEN EJECUTIVO

Esquema 1.1

Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera (a)

 HOGARES	✓ Evolución favorable de renta, empleo y riqueza ✓ Nivel de endeudamiento históricamente bajo ✓ Los menores tipos de interés contribuyen a la reducción de la carga financiera, que se prevé que se sitúe en los próximos años en un nivel moderado
 EMPRESAS	✓ Evolución favorable de los beneficios, aunque desigual por sectores ✓ Nivel de endeudamiento históricamente bajo ✓ Los menores tipos de interés contribuyen a la reducción de la carga financiera, que se prevé que se sitúe en los próximos años en un nivel moderado
 SECTOR PÚBLICO	✗ Nivel de endeudamiento alto ✗ Presiones al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.) ✗ Indefinición de los planes de consolidación fiscal ✗ Vulnerabilidades fiscales en economías de importancia sistémica global
SECTOR BANCARIO  SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO	✓ La rentabilidad bancaria sigue mostrando una evolución positiva ✗ La caída del margen de intereses apuntaría a un entorno menos expansivo de la rentabilidad ✓ Posiciones de liquidez y solvencia notablemente por encima de los requerimientos ✓ Las pruebas de resistencia muestran que el sector es resiliente a nivel agregado, pero es necesario seguir monitorizando los riesgos macrofinancieros en un entorno de incertidumbre ✓ Dinamismo del crédito a hogares y empresas en España y mejora de su calidad ✗ El sector financiero no bancario (SFNB) presenta algunas vulnerabilidades a nivel global (apalancamiento, liquidez) y puede amplificar shocks a las condiciones y la disponibilidad de financiación ✗ También a nivel global, los impactos al SNFB pueden afectar al sector bancario a través de interconexiones ✓ Los fondos de inversión domiciliados en España presentan niveles de apalancamiento y de riesgo de liquidación de activos contenidos e inferiores a los del área del euro
 MERCADO INMOBILIARIO	✗ 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	✗ Elevadas valoraciones de los activos con riesgo ✗ Elevada concentración de la capitalización bursátil global en un número reducido 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 sector o 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.

Desde la publicación del último Informe de Estabilidad Financiera (IEF) en primavera de 2025, los acuerdos en materia de política comercial entre EEUU y otros países han reducido algunos riesgos para la estabilidad del sistema financiero. A pesar de ello, el contexto geopolítico y macrofinanciero continúa sujeto a una elevada incertidumbre a nivel global. Asimismo, persiste el riesgo de corrección brusca de las elevadas valoraciones en los mercados financieros globales. En este entorno, los sectores más relevantes para la estabilidad del sistema financiero español han mantenido una situación financiera estable y, de forma general, favorable. No obstante, persisten vulnerabilidades¹ relacionadas con el endeudamiento público.

Hogares y empresas

La evolución en España de las rentas de los hogares y de los beneficios de las empresas ha sido positiva en el primer semestre del año, aunque el ritmo de avance se moderó algo con respecto a 2024. Este crecimiento de las rentas ha contribuido a mantener las ratios de endeudamiento en niveles históricamente bajos y a reducir las ratios de carga de la deuda. El descenso de estas últimas sigue viéndose favorecido también por la bajada de los tipos de interés de referencia, aunque en menor medida que el año pasado. Se espera que las ratios tanto de endeudamiento como de carga de la deuda se sitúen en los próximos años en niveles históricamente moderados (véanse secciones 2.1 y 2.2).

Sector público

Una coyuntura fiscal favorable permitirá previsiblemente una nueva reducción del déficit público en España en 2025, que se situaría cerca del 2,5 % del PIB (0,7 puntos porcentuales —pp— menos que en 2024). En los dos años siguientes se anticipa un déficit algo menor, del 2,3 % del PIB. A pesar de ello, la ratio de endeudamiento público se reducirá poco, manteniéndose en torno al 100 % del PIB en 2027 (véase sección 2.3).

Este nivel de endeudamiento público relativamente elevado, superior a la media del área del euro, sigue suponiendo una vulnerabilidad para la economía española, al limitar la capacidad fiscal para afrontar posibles perturbaciones adversas. Además, contribuye a una mayor sensibilidad del gasto por interés de la deuda pública a las condiciones de los mercados financieros.

Esta vulnerabilidad es especialmente relevante en un entorno en que economías con importancia sistémica global, como EEUU o Francia, presentan niveles elevados de endeudamiento y déficits públicos, sin perspectivas claras para su contención. Un eventual

¹ En este Informe, las vulnerabilidades se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.

deterioro de la confianza en su política fiscal propiciaría incrementos del coste de financiación de su deuda pública. Dada su importancia para la economía mundial, esto repercutiría negativamente sobre otros países y podría reducir la disposición general de los mercados financieros globales a asumir riesgo soberano.

La reducción del endeudamiento público en España, y también en el conjunto del área del euro, afronta desafíos importantes. Su evolución está sujeta a riesgos al alza vinculados al envejecimiento de la población y las necesidades de gasto para la transformación digital, el cambio climático y la defensa. Así, es necesario adoptar medidas concretas de control del gasto y/o aumento de los ingresos. El Plan Fiscal y Estructural de Medio y Largo Plazo (PFEMLP) presentado por España a finales de 2024 carece de esta concreción. Asimismo, la ausencia de presupuestos del Estado limita la capacidad gubernamental de adoptar medidas más específicas.

Sector bancario

En el primer semestre de 2025, el sector bancario español mantuvo una evolución favorable de su situación financiera. En particular, la rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) se mantuvo en niveles elevados, alcanzando el 14,6 %. La rentabilidad sobre activo (ROA, por sus siglas en inglés) fue igualmente alta. Los resultados del tercer trimestre de las principales entidades cotizadas continuaron en niveles elevados.

El margen de intereses, que venía siendo el principal impulsor de la rentabilidad del sector, presentó en junio de 2025 un descenso interanual de cerca de 10 puntos básicos —pb— (sobre el total activos). Este descenso es consecuencia del estrechamiento de márgenes unitarios en un entorno de estabilización de los tipos de interés de referencia. Este efecto negativo fue más que compensado por la evolución favorable de otras partidas, como las comisiones netas, las pérdidas por deterioro y otros resultados de explotación.

No obstante, una parte del aumento de la rentabilidad se explica por efectos positivos de carácter temporal o poco frecuentes (por ejemplo, la eliminación de ajustes por hiperinflación en el negocio en economías relevantes) (véase sección 3.1.1). Asimismo, la pérdida de impulso del margen de intereses configura un entorno menos expansivo de la rentabilidad en los próximos trimestres.

La solvencia aumentó en junio de 2025, situándose la ratio de CET1² en el 13,8 %, 0,5 pp por encima de su nivel 12 meses antes. Este aumento se debió a que el crecimiento del capital

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.

CET 1 en un 5 % más que compensó la expansión de los activos ponderados por riesgo (véase sección 3.1.2).

La ratio de CET1 de los bancos españoles se mantuvo en el primer semestre de este año en un nivel inferior al del resto de los principales sistemas bancarios de la Unión Europea (UE), si bien la distancia se redujo en términos interanuales. La diferencia con la media europea es más reducida en términos de colchón voluntario³ de CET1, mientras que la ratio de apalancamiento es comparable a la del conjunto de bancos del área del euro⁴.

Desde la publicación del último IEF, se han completado nuevos ejercicios de pruebas de resistencia, tanto a nivel europeo —coordinados por la EBA— como desarrollados desde el Banco de España. Sus resultados muestran que el nivel de capital del sector bancario español proporciona una capacidad de resistencia agregada notable frente a distintos escenarios adversos. En todo caso, es necesario seguir monitorizando los riesgos relevantes para el sistema bancario en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre.

El tamaño del activo consolidado de los bancos españoles incrementó su tasa de crecimiento interanual hasta el 4,1 % en el primer semestre, frente al 3,3 % observado en diciembre de 2024, y destacó el impulso del negocio doméstico (véase sección 3.1.3). El crédito a hogares y empresas no financieras residentes en España creció respectivamente un 3,1 % y un 2,1 % en los 12 meses transcurridos hasta junio de 2025 (véase sección 3.1.4). Esta evolución confirma la recuperación de cierto dinamismo del crédito bancario en un entorno de menores tipos de interés.

La calidad del crédito al conjunto del sector privado en España continuó mejorando en la primera parte del año. La ratio de dudosos⁵ se situó en junio de 2025 en el 2,9 % y la de vigilancia especial⁶ en el 5,7 %, respectivamente 0,4 pp y 1,3 pp menos que un año antes (véase de nuevo la sección 3.1.4).

La disminución de los tipos de interés de referencia se trasladó a un menor coste medio del pasivo consolidado, que se situó en junio de 2025 en el 2,7 %. Por su parte, la posición de liquidez y financiación estable neta de los bancos españoles se mantiene en niveles seguros, ampliamente superiores a los requerimientos exigidos (véase sección 3.1.5).

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.

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 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 este no ha realizado el pago de capital o intereses, bien porque se percibe una duda razonable sobre su capacidad para cumplir con sus obligaciones, aunque no hayan vencido.

6 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.

Sector financiero no bancario

El sector financiero no bancario (SFNB)⁷ en España continuó expandiéndose en el primer semestre de 2025, si bien su tamaño relativo al del sector bancario es notablemente menor que en el conjunto del área del euro (véase sección 3.2). Para el sector de los fondos de inversión, el análisis de los flujos de salida, ratios de apalancamiento y liquidez muestra un nivel de riesgo menor que el del conjunto del área del euro. No obstante, las ratios de liquidez se sitúan en los dos ámbitos geográficos por debajo de la media observada desde los años previos a la pandemia.

Como se ha señalado en IEF anteriores, no se detectan riesgos elevados en el SFNB doméstico. No obstante, el sector podría verse afectado por una potencial corrección abrupta y marcada de las valoraciones de los activos financieros con riesgo (véase sección 4.2), que le impactaría negativamente y podría llevar a ventas forzadas de activos. Estas son más probables en intermediarios apalancados y con liquidez ajustada, lo que es el caso a nivel internacional para algunos fondos de inversión con posición abierta y *hedge funds*. Estos tipos de intermediarios tienen no obstante un peso reducido en España y en el área del euro.

Debido a su diversificación internacional, los bancos españoles presentan interconexiones directas con SFNB en distintas geografías, si bien representan una fracción limitada del activo total (véase sección 3.3).

Mercado inmobiliario

Los precios y el número de compraventas de vivienda continuaron creciendo con fuerza en el periodo transcurrido de 2025, si bien las compraventas se han desacelerado en los meses más recientes. Estas dinámicas expansivas reflejan la pujanza de la demanda, por factores como el crecimiento de la población y el auge turístico, y, en el caso de los precios, también una oferta relativamente más rígida (véase sección 4.1.1).

La mayoría de las 375.000 compraventas del primer semestre (cerca del 90 %) correspondieron a vivienda usada. La producción de vivienda nueva se mantiene en un nivel bajo en términos históricos, y el sector de la construcción tiene un peso en la actividad menor que en expansiones pasadas y, en particular, que durante el *boom* inmobiliario previo a 2008. No se aprecia así una vulnerabilidad sistémica asociada a un exceso de actividad constructora, sino que, al contrario, la contención en la producción de vivienda nueva habría contribuido a presionar los precios.

7 El 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 SGIIIC, 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.

Los precios reales de la vivienda se situaban en junio de este año en niveles del segundo trimestre de 2005, y un 17,5 % por debajo de su nivel máximo de 2007. Desde el tercer trimestre de 2024, el crecimiento real de los precios de la vivienda ha excedido al de la renta real media por hogar. Los niveles de precios de la vivienda se sitúan por encima de las estimaciones de sus niveles de largo plazo basadas en la relación histórica entre los precios, la renta de los hogares y los tipos de interés. No obstante, dichas estimaciones se sitúan en niveles claramente inferiores a los máximos observados a principios de 2008.

En el período posterior a la pandemia, la evolución provincial de los precios reales de la vivienda ha sido desigual. El crecimiento en las provincias con niveles de precios más elevados contrasta con incrementos modestos o nulos en aquellas provincias con precios moderados o bajos. A diferencia de lo observado durante el *boom* inmobiliario de los 2000, no se observa así una expansión generalizada de los precios por provincias.

El dinamismo en el mercado de la vivienda está siendo acompañado de la expansión del crédito inmobiliario, con incrementos notables en las nuevas operaciones para compra de vivienda. Por su parte, los saldos de crédito para compra de vivienda y a promoción y construcción aumentaron de forma moderada (véase sección 4.1.2). En todo caso, las condiciones de concesión de las nuevas hipotecas no muestran señales de relajación significativa, con incrementos muy limitados de las ratios de préstamo sobre valor de la garantía y renta (*loan-to-value* y *loan-to-income*). Asimismo, no se observan señales de excesos en las ratios del crédito inmobiliario sobre el PIB o sobre el total de saldo de crédito bancario al sector privado en España (véase sección 4.1.2). Todo ello es acorde con la posición financiera favorable del sector hogares que ya ha sido señalada.

En conjunto, las vulnerabilidades del mercado inmobiliario se sitúan en niveles significativamente inferiores a los de los años previos a la crisis inmobiliaria. Así, la evolución al alza de los precios se enmarca en una coyuntura en la que, desde una perspectiva histórica, la actividad de construcción es débil, el endeudamiento de los hogares es bajo, el crédito inmobiliario es contenido y los estándares de concesión crediticia no apuntan signos de relajación significativa.

Mercados financieros

Desde la publicación del último IEF, las políticas monetarias del área del euro y de EEUU se han relajado moderadamente. Las expectativas de mercado contemplan rebajas adicionales de los tipos de interés oficiales en EEUU y menores descensos de tipos oficiales en el área del euro. En este contexto, los tipos de interés en los mercados monetarios del área del euro han experimentado movimientos limitados.

El episodio de turbulencias de abril fue rápidamente superado y los mercados financieros han mantenido desde entonces una evolución favorable. La senda de depreciación del dólar frente a otras divisas como el euro se ha moderado y se observan condiciones normalizadas en los flujos de inversión internacionales hacia EEUU.

A pesar de las vulnerabilidades fiscales identificadas en distintos países, no se han observado hasta la fecha de cierre de este IEF signos de tensión destacables en los mercados de deuda soberana. En particular, se ha reducido la rentabilidad a largo plazo de la deuda de la mayoría de los países del área del euro y, particularmente, de EEUU.

El diferencial soberano del coste de la deuda de Francia ha aumentado, debido al repunte de la incertidumbre política en este país. Su calificación implícita en las cotizaciones de mercado de CDS⁸ señala también una percepción más pesimista de los inversores que las agencias de rating. En cualquier caso, el coste de la financiación del estado francés se mantiene en niveles moderados.

De forma general, continúa destacando como vulnerabilidad el que las valoraciones de los activos financieros con riesgo se mantengan elevadas desde una perspectiva histórica, en un entorno de un bajo nivel de volatilidad de mercado y en el que persiste una elevada incertidumbre sobre las políticas y las perspectivas económicas a nivel global.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa han disminuido y se mantienen en niveles históricamente bajos, especialmente en el segmento de alto rendimiento. En los mercados de renta variable, destacan las elevadas valoraciones, especialmente en EEUU. Estas están asociadas al auge de su sector tecnológico, en el que se está produciendo una concentración creciente de la capitalización bursátil.

La capitalización de los criptoactivos se recuperó con fuerza hasta principios de octubre, pero experimentó correcciones significativas parciales en ese mes. Estos activos siguen representando una parte reducida de los mercados financieros, pero existe una expectativa de mayor expansión y de una interconexión creciente con el sector financiero tradicional.

Riesgos

Las tensiones geopolíticas continúan siendo una fuente destacada de riesgos para la estabilidad financiera⁹. A ello siguen contribuyendo tanto la incertidumbre sobre las relaciones económicas internacionales, como la asociada a conflictos militares (véase sección 5.1).

Los acuerdos entre EEUU y otros países y, en particular, con la UE, han contribuido a reducir la incertidumbre sobre las políticas comerciales. A nivel global, el reciente acuerdo provisional entre China y EEUU es un elemento importante de distensión.

8 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.

9 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.

A pesar de estos desarrollos favorables, persisten elementos de incertidumbre sobre el curso de las relaciones económicas internacionales. En primer lugar, será necesario cierto tiempo para medir adecuadamente las consecuencias económicas de los pactos ya adoptados. Además, las implicaciones de sus aspectos no arancelarios, como la inversión europea en EEUU, y las compras de energía y armamento a este país en el marco del acuerdo entre ambas áreas, son difíciles de cuantificar.

Más allá del ámbito comercial, la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU continúa siendo elevada. En particular, las presiones sobre las agencias gubernamentales independientes pueden favorecer la acumulación de vulnerabilidades a medio y largo plazo, con repercusión a nivel global.

Los efectos económicos globales de los graves conflictos militares iniciados a partir de 2022 (guerra ruso-ucraniana, conflictos en Oriente Próximo) han sido relevantes, pero hasta ahora acotados, lo que ha contribuido de forma generalizada a una menor percepción de este riesgo. Sin embargo, persiste la posibilidad de que se produzcan escaladas militares, que pueden ser rápidas y revertir de forma brusca expectativas previas, con un potencial impacto severo sobre los mercados financieros y la actividad.

Al igual que en el número pasado de este Informe, es necesario seguir señalando también el riesgo de que se produzcan correcciones abruptas e intensas de las valoraciones en los mercados financieros internacionales. Este riesgo se considera como elevado porque, a pesar del complejo entorno geopolítico y las vulnerabilidades fiscales a nivel global, las cotizaciones de los activos financieros con riesgo se mantienen elevadas (véase sección 5.2). De producirse, las correcciones podrían alcanzar a distintos segmentos de mercado —incluyendo la deuda soberana y corporativa— y a la renta variable.

A este respecto, la concentración de las capitalizaciones bursátiles en grandes empresas tecnológicas de EEUU genera riesgos adicionales al incrementar la probabilidad de que *shocks* idiosincrásicos asociados a su negocio tengan efectos sistémicos. Además, estas empresas presentan valoraciones particularmente elevadas basadas en expectativas de crecimientos notables en sus beneficios. Estas podrían no cumplirse si se materializan riesgos asociados al progreso y al nivel de competencia en tecnologías como la inteligencia artificial.

Otros riesgos macroeconómicos para España aparecen relativamente contenidos (véase sección 5.3). No obstante, las vulnerabilidades fiscales identificadas incrementan el riesgo de que *shocks* de distinta naturaleza, aunque sean de escala limitada, puedan actuar como detonantes de un deterioro de la confianza en la sostenibilidad fiscal. Esta consideración es aplicable también a otros países con endeudamiento público elevado.

En el ámbito tecnológico, la gestión de los ciberriesgos continúa ganando importancia, impulsada también de forma destacada por las tensiones geopolíticas y la posibilidad de

ataques híbridos (véase sección 5.4)¹⁰. En un horizonte de medio y largo plazo, se identifican también riesgos emergentes vinculados a la expansión de los criptoactivos y su interconexión creciente con el sector financiero tradicional.

Política macroprudencial

La política macroprudencial del Banco de España (véase capítulo 6) continúa orientada a reforzar los recursos de capital liberables del sector bancario. Así, el requerimiento de colchón de capital anticíclico (CCA) del Banco de España se ha elevado desde el inicio del último trimestre de 2025 hasta el 1 %, 0,5 pp más que 12 meses antes. Ese incremento del requerimiento solo será exigible de forma efectiva desde el 1 de octubre de 2026. Con este aumento, se adecúa el requerimiento de CCA al nivel intermedio de riesgo sistémico cíclico observado actualmente en España.

La lista de otras entidades de importancia sistémica (OEIS)¹¹ para 2026 permanece sin cambios con respecto al año previo, incluyendo a: Santander, BBVA, CaixaBank y Sabadell. El colchón de capital de OEIS se ha reducido en 25 pb para BBVA —en consonancia con la reducción de los indicadores de su importancia para el sistema— y se ha mantenido estable para las otras tres entidades (véase sección 6.2).

El Banco de España continúa monitorizando detalladamente los estándares de concesión crediticia y profundizando en un marco analítico que guíe la decisión, en su caso, de activar límites macroprudenciales sobre los mismos (BBMs, por sus siglas en inglés para *borrower-based measures*). En relación con este desarrollo metodológico, el capítulo 6 incluye una revisión de la literatura científica sobre la experiencia internacional con el uso de BBMs (véase recuadro 6.1).

La fecha de cierre de datos de este Informe es el 29 de octubre de 2025.

10 Los ataques híbridos son una forma de agresión que combina distintos métodos (ciberataques, propaganda, injerencia política, etc.) que buscan explotar debilidades en infraestructura crítica, socavar la cohesión social y erosionar la confianza en las instituciones. De forma general, el agresor busca la posibilidad de una negación plausible de su autoría.

11 Las OEIS se designan en función de su importancia sistémica para la economía española, es decir, su correcto funcionamiento es necesario para que el conjunto del sistema financiero desarrolle sus funciones de forma adecuada y no dificulte la actividad económica. Banco Santander es además designada como entidad de importancia sistémica mundial (EISM). En este caso, su importancia sistémica es relevante para la economía mundial, en lugar de serlo solo para la nacional.

2

SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES, LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

2 SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS HOGARES, LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS Y LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS¹

Esquema 2.1

Situación financiera de los hogares, las empresas y las Administraciones Públicas en España (a)

 HOGARES	 Evolución favorable de renta, empleo y riqueza  Nivel de endeudamiento históricamente bajo  Los menores tipos de interés contribuyen a la reducción de la carga financiera, que se prevé que se sitúe en los próximos años en un nivel moderado
 EMPRESAS	 Evolución favorable de los beneficios, aunque desigual por sectores  Nivel de endeudamiento históricamente bajo  Los menores tipos de interés contribuyen a la reducción de la carga financiera, que se prevé que se sitúe en los próximos años en un nivel moderado
 SECTOR PÚBLICO	 Nivel de endeudamiento alto  Presiones al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.)  Indefinición de los planes de consolidación fiscal  Vulnerabilidades fiscales en economías de importancia sistémica global

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.

2.1 Los hogares

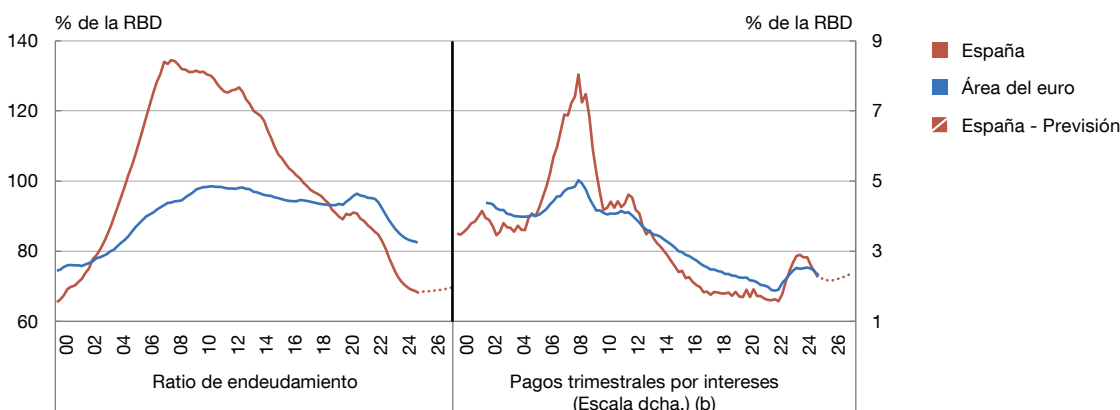
La renta de los hogares continuó aumentando en el primer semestre de 2025. El crecimiento interanual medio de la renta de los hogares² en los primeros seis meses del año fue del 5,9 %, 0,6 puntos porcentuales —pp— menos que en el último semestre de 2024 (véase el gráfico A2.2.1.1 del anejo 2). La renta en términos reales y por hogar³ también

- ¹ Nótese que los valores de algunas de las variables empleadas en este capítulo del Informe pueden no coincidir con los presentados en informes previos, dado que sufren revisiones periódicas. En concreto, los organismos responsables de las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales (Instituto Nacional de Estadística), de las cuentas financieras y las estadísticas de Balanza de Pagos y posición de inversión internacional (Banco de España) y de las Cuentas de las Administraciones Públicas (la Intervención General de la Administración del Estado) realizan revisiones periódicas de los datos de forma coordinada. En septiembre de 2025 se llevó a cabo una revisión de los datos desde el primer trimestre de 2022.
- ² Se usa la renta bruta disponible (RBD) de la Contabilidad Nacional que incluye la remuneración de asalariados, el excedente bruto de explotación (EBE), la renta mixta bruta, las rentas de la propiedad y los impuestos netos pagados.
- ³ La renta real se calcula ajustando los valores nominales por el deflactor del consumo privado. En el primer semestre, el número de hogares registró un crecimiento interanual del 1 %.

Gráfico 2.1

Las ratios de endeudamiento y de carga por intereses de los hogares españoles continuaron descendiendo y se situarían en los próximos años en niveles moderados

2.1.a Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de los hogares como porcentaje de la renta bruta disponible (RBD) (a)



FUENTES: BCE, Eurostat, INE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

- a Datos ajustados de estacionalidad. La evolución futura de las ratios para España se estima a partir de las previsiones de RBD, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del tercer trimestre de 2025.
- b Flujo trimestral de intereses efectivamente pagados por los hogares (es decir, no se excluye el valor de los servicios financieros que los hogares reciben de forma implícita al contratar préstamos) sobre la RBD trimestral.



moderó su avance (2,4 % interanual, 0,7 pp menos que en la segunda mitad de 2024), y se situó un 4 % por encima del nivel pre-pandemia (promedio de 2019). El aumento de la renta se trasladó en mayor medida al consumo que al ahorro. Así, la tasa de ahorro de los hogares se redujo en el primer semestre en 0,3 pp respecto a la segunda mitad de 2024, pese a lo cual se mantuvo en niveles históricamente elevados —en el 12,6 %— (véase el gráfico A2.2.1.2 del anejo 2).

La ratio de deuda sobre renta de los hogares disminuyó levemente. Así, se situó en el 68,3 % en el segundo trimestre de 2025, 2,4 pp menos que 12 meses antes y en un nivel no visto desde el año 2000. Esta ratio también es menor que la observada en el área del euro (82,5 %; véase gráfico 2.1)⁴. La disminución de la ratio fue posible debido al crecimiento de la renta, que más que compensó el incremento de la financiación recibida por las familias. Se espera que en los próximos años esta ratio aumente solo levemente, hasta situarse cerca del 70 % a finales de 2027.

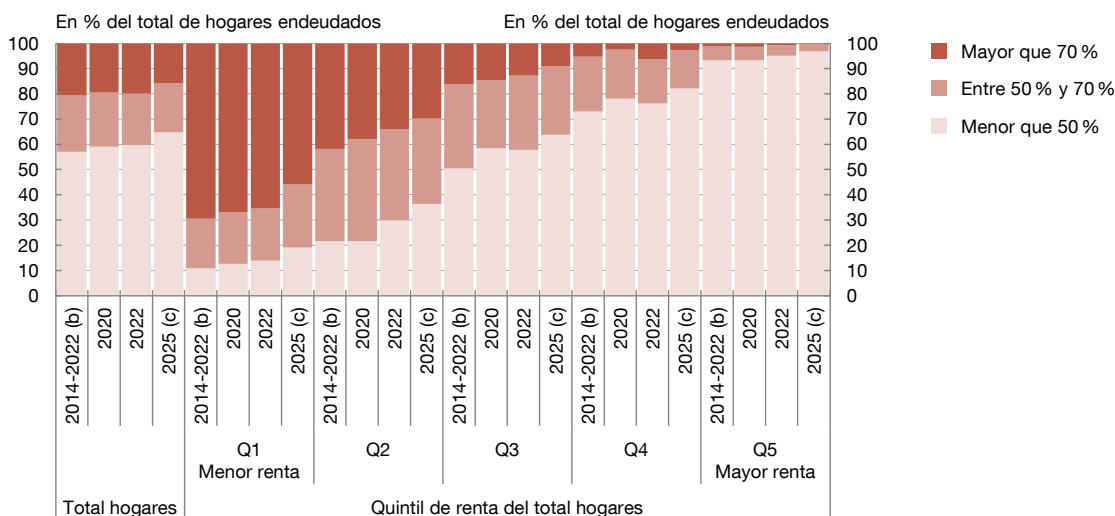
La carga por intereses decreció ligeramente en el primer semestre de 2025. A esto contribuyeron los menores pagos por intereses y el crecimiento de los ingresos nominales. En el segundo trimestre de 2025, la carga por intereses se situaba en el 2,3 % (véase gráfico 2.1), mismo nivel que el observado en el área del euro, e inferior al promedio histórico (3,5 %). Se espera que la carga por intereses baje hasta el 2,2 % en el primer trimestre de 2026 y alcance el 2,4 % en el cuarto trimestre de 2027. Estos desarrollos podrían favorecer el

4 El saldo de deuda viva de los hogares se ajusta por estacionalidad.

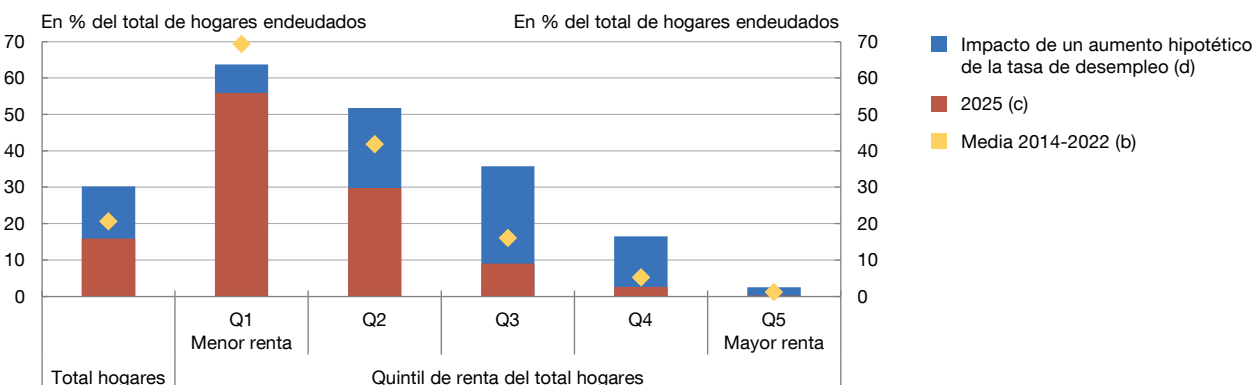
Gráfico 2.2

Se estima que el porcentaje de hogares endeudados con cargas elevadas sobre su renta se ha reducido hasta 2025 y que mostraría cierta sensibilidad a cambios significativos del desempleo

2.2.a Hogares endeudados por rango de la ratio de gasto esencial sobre renta bruta, por quintil de renta (a)



2.2.b Porcentaje de hogares endeudados con gasto esencial superior al 70 % de su renta, ante un aumento hipotético de la tasa de desempleo de una desviación estándar respecto de su media histórica (a)



FUENTE: Banco de España. Último dato observado: 2022.

a Se supone que los hogares endeudados en 2025 son los mismos que en 2022. Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal.

b Media de los porcentajes del período.

c Véase nota A2.2.1.3 en el anejo 2.

d Resultados obtenidos a partir de 100 simulaciones alternativas con un aumento de la tasa de desempleo por quintil de renta consistente con la tasa observada en la EFF 2022, última observada, más una desviación estándar con respecto a la media histórica. La desviación estándar se calcula, para el total de la población y para cada quintil por separado, utilizando la tasa de desempleo observada en los años en los que se realizó la EFF (2002, 2005, 2008, 2011, 2014, 2017 y 2022). Este aumento, de 4,6 pp para el total de hogares, constituye un cambio relevante, pero no extremo, de la tasa de desempleo (la cual se distribuye, en la mayoría de los casos, en un rango de pocas desviaciones estándar en torno a la media).

consumo de los hogares, y por tanto contribuir a la mejora de su bienestar, tal y como muestra el recuadro 2.1, en el que se analiza la relación existente entre endeudamiento y consumo.

Se espera una reducción en la proporción de hogares endeudados con cargas elevadas sobre su renta al cierre de este año respecto a 2022. En particular, se estima que la

proporción de hogares endeudados que dedica una fracción elevada —superior al 70 %— de su renta al pago de gastos esenciales se situaría en el 15,8 % a final de 2025, 4,1 pp menos que en 2022 y casi 5 pp por debajo de la media de 2014-2022⁵. La reducción con respecto a 2022 sería mayor en los hogares endeudados de menor renta (9,5 pp; véase gráfico 2.2.a).

Esta proporción de hogares endeudados que deben dedicar una fracción elevada de su renta a gastos esenciales mostraría cierta sensibilidad a cambios significativos del desempleo. El gráfico 2.2.b presenta los resultados de un ejercicio de sensibilidad ante un hipotético aumento de 4,6 pp en la tasa de desempleo, calibrado de acuerdo con su variabilidad histórica⁶. Bajo estos supuestos, se produciría un aumento en el porcentaje de hogares endeudados que destinan una porción elevada de su renta al pago de gastos esenciales de 14,4 pp, con un mayor incremento esperado entre los hogares de ingresos medianos. El incremento es más bajo entre los hogares de menores y mayores ingresos. Los hogares con mayores ingresos suelen contar con fuentes de ingresos adicionales al empleo. Por su parte, la renta de los hogares con menores ingresos se reduce en menor proporción que la de los hogares de ingresos medianos gracias a los mecanismos de protección que fijan un umbral mínimo de renta. Aunque los hogares de ingresos medianos también se benefician de estos mecanismos, su renta laboral previa es más elevada, por lo que la pérdida relativa de ingresos al pasar al desempleo resulta más significativa para ellos.

La riqueza real de los hogares aumentó un 8,3 % en términos interanuales en el segundo trimestre de 2025. Este aumento se vio impulsado principalmente por la revalorización de los activos inmobiliarios y, en menor medida, de los activos financieros (véase el gráfico A2.2.1.4 del anejo 2). Esta revalorización de la vivienda, aunque impulsa la riqueza de los hogares propietarios, contribuye al deterioro en el acceso a la vivienda de los potenciales nuevos compradores (véase el gráfico A2.2.1.5 del anejo 2). La composición del activo de los hogares en el primer trimestre de 2025, en comparación con 2022, muestra un incremento del peso de los activos inmobiliarios residenciales y fondos de inversión, y una disminución del peso de los depósitos. Este cambio en la composición a nivel agregado está condicionado por el 20 % de los hogares de mayor riqueza neta, que concentran cerca del 70 % de esta. En contraste, entre los hogares con menor riqueza neta, se observa un aumento en el peso de los depósitos (véase gráfico 2.3).

La ratio de deuda sobre riqueza bruta de los hogares descendió de forma generalizada. Así, se situó en el 7,4 % para el total de hogares en el primer trimestre de 2025 (–1,5 pp

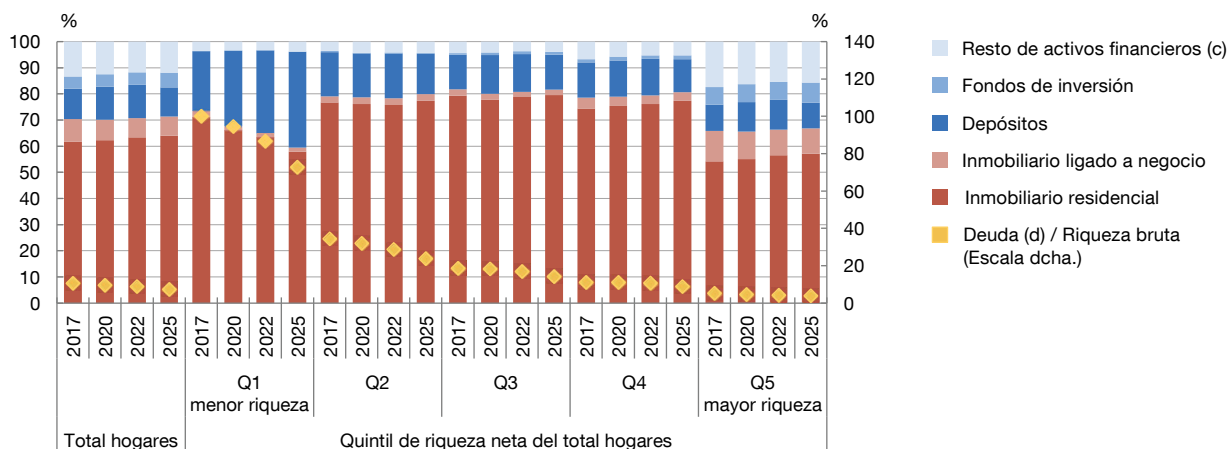
5 Estimación a partir de la última *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF), la de 2022 y los supuestos descritos en la nota A2.2.1.3 del anejo 2. Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal. Según esta encuesta, la proporción de hogares endeudados es del 57 %. Por tramos de renta, dicho porcentaje alcanzaba el 42 % para el quintil más bajo de renta, 50 % para el segundo, 60 % para el tercero, 65 % para el cuarto y 69 % para el quinto.

6 Se aplica un aumento de una desviación estándar. Esta se calcula, para el total de la población y para cada quintil por separado, sobre la tasa de desempleo observada en los años en los que se realizó la EFF (2002, 2005, 2008, 2011, 2014, 2017 y 2022), excluyendo 2020. Este aumento constituye un cambio relevante, pero no extremo, de la tasa de desempleo (la cual se distribuye, en la mayoría de los casos, en un rango de pocas desviaciones estándar en torno a la media).

Gráfico 2.3

La ratio de deuda sobre la riqueza bruta de los hogares disminuyó en 2025, en paralelo al incremento del peso de los activos inmobiliarios residenciales y los fondos de inversión en su patrimonio

2.3.a Distribución del activo de los hogares, por quintil de riqueza neta (a) (b)



FUENTES: BCE y Banco de España. Última observación: primer trimestre de 2025.

- a Cuentas distributivas de la riqueza de los hogares (DWA, por sus siglas en inglés). Se recoge alrededor del 85 % de la riqueza financiera (dinero en efectivo, deudas pendientes de cobro, planes de pensiones y otros seguros no están incluidos en la estadística) y del 95 % de la riqueza inmobiliaria de los hogares según las cuentas financieras. Los datos de 2017, 2020 y 2022 corresponden al cierre del año, mientras que el de 2025 corresponde al cierre del primer trimestre.
- b En el primer trimestre de 2025, el primer quintil (20 % de hogares con menor riqueza neta) concentró el 0,2 % de la riqueza neta total; los quintiles 2, 3 y 4 concentraron el 4 %, 9 % y 18 % de la riqueza neta total, respectivamente; finalmente, el último quintil concentró el 69 % de la riqueza neta total.
- c Incluye bonos, acciones y seguros de vida.
- d Solo incluye préstamos (no incluye la deuda comercial de los empresarios individuales).

respecto a 2022), con una reducción especialmente acusada entre los hogares de menor riqueza neta, donde esta ratio se redujo en 13,8 pp, hasta el 72,8 % (véase gráfico 2.3).

2.2 Las empresas no financieras

Los excedentes empresariales crecieron en el primer semestre de 2025, aunque con una cierta heterogeneidad sectorial. El resultado económico bruto (REB)⁷ de las empresas aumentó hasta junio un 5,9 % interanual, en términos nominales. El resultado creció en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias y, especialmente, en el del comercio y en el del resto de los servicios⁸. En sentido contrario, los sectores de la industria (excluido el refino), de la hostelería y restauración, y de la energía registraron disminuciones de sus beneficios (véase el gráfico A2.2.2.1 del anejo 2).

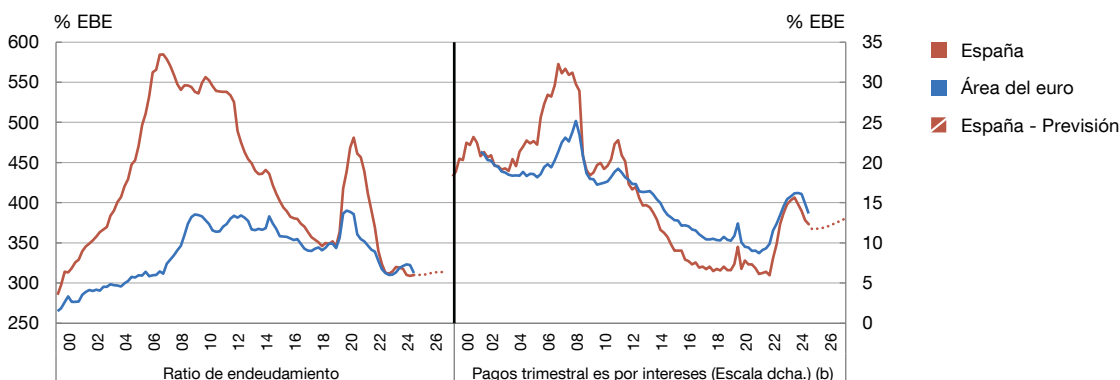
7 El REB (similar al concepto de EBE, utilizado en Contabilidad Nacional) es el beneficio obtenido en la actividad empresarial ordinaria una vez satisfechos los pagos a proveedores y otros gastos de explotación y remunerado el factor trabajo. Si es positivo, se puede destinar al pago de impuestos, a la inversión o a remunerar a los accionistas y acreedores financieros. La información sobre REB se obtiene de la combinación de datos de la Agencia Tributaria (AEAT) y la Central de Balances Trimestral (CBT).

8 Incluye los sectores de transporte y almacenamiento, información y comunicaciones y otros servicios (es decir, actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades administrativas y servicios auxiliares).

Gráfico 2.4

Las ratios de endeudamiento y de carga por intereses de las empresas españolas se sitúan en niveles moderados, en los que se prevé que continúen en los próximos años

2.4.a Ratio de endeudamiento y carga financiera por intereses de las empresas como porcentaje del excedente bruto de (EBE) (a)



FUENTES: BCE, Eurostat, INE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

- a Datos ajustados de estacionalidad. La evolución futura de las ratios para España se estima a partir de las previsiones de EBE, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del tercer trimestre de 2025.
- b Flujo trimestral de intereses efectivamente pagados por las empresas (es decir, no se excluye el valor de los servicios financieros que las empresas reciben de forma implícita al contratar préstamos) sobre el EBE trimestral.



Los datos más recientes de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) apuntan a que su evolución será moderadamente expansiva en la segunda mitad del año. La facturación de las empresas, en términos desestacionalizados, habría aumentado levemente en el tercer trimestre de 2025, y las perspectivas para el cuarto son positivas⁹. En todo caso, continúa la preocupación de los empresarios por la incertidumbre sobre las políticas económicas y por la disponibilidad de mano de obra, mientras que el porcentaje de compañías afectadas por factores relacionados con el aumento de los gastos financieros habría seguido descendiendo.

La ratio de endeudamiento, pese a un leve aumento, se mantiene en niveles históricos reducidos, y similares a los del área del euro. La ratio de deuda sobre EBE aumentó 0,2 pp desde finales de 2024, situándose en el 310 % (véase gráfico 2.4)¹⁰. Este nivel es similar al del área del euro (312 %) y, en perspectiva histórica para España, se sitúa en niveles no vistos desde el año 2000. Teniendo en cuenta el PIB, el endeudamiento de las empresas españolas se situó en el 62,5 % en junio de 2025, nivel inferior al del área del euro (66,6 %). Las previsiones apuntan a un ligero incremento del nivel de endeudamiento hasta finales de 2026.

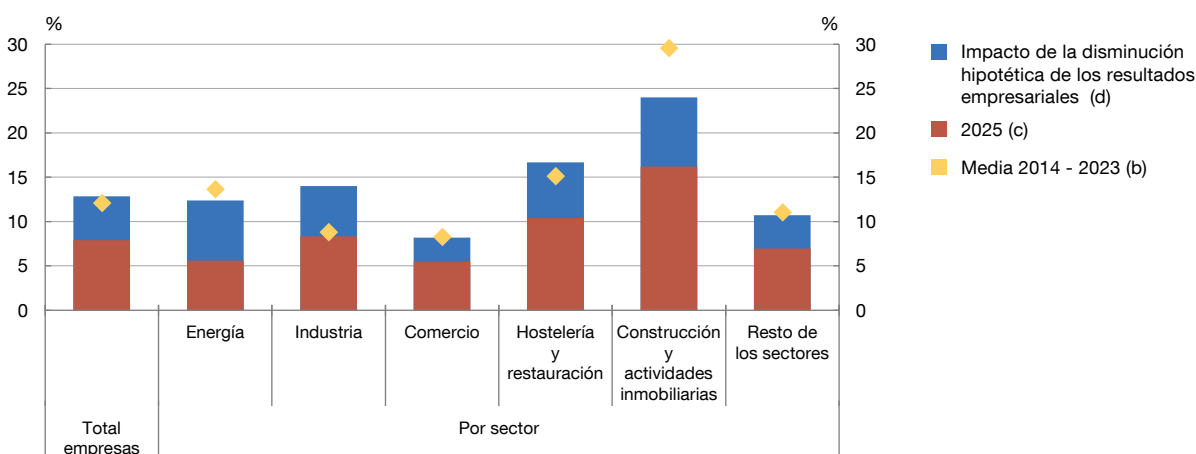
9 Véase Alejandro Fernández Cerezo y Mario Izquierdo. (2025). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2025”. Boletín Económico - Banco de España, 2025/T3.

10 En la Contabilidad Nacional, el EBE (concepto similar al REB) es una medida de beneficios empresariales que se define como el valor añadido (diferencia entre el valor de los bienes y servicios producidos y consumidos) a coste de los factores, menos los costes de personal. Constituye el saldo disponible para las empresas para recompensar a sus accionistas y acreedores financieros, pagar los impuestos y, eventualmente, financiar toda su inversión o parte de ella. El EBE es utilizado para construir las ratios de esta sección debido a su mayor profundidad histórica.

Gráfico 2.5

En general, las empresas habrían mejorado su capacidad para afrontar sus gastos financieros en 2025. Sin embargo, esta evolucionaría de forma heterogénea por sectores ante eventuales caídas significativas de los beneficios

2.5.a Carga financiera de las empresas endeudadas ante una disminución hipotética de los resultados empresariales de una desviación estándar respecto de su media histórica (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: 2023.

a Carga financiera definida como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Se excluyen empresas sin deuda financiera.

b Excluido 2020.

c Véase nota A2.2.2.2 en el anejo 2.

d Datos estimados suponiendo que el REB estimado para 2025 disminuye el equivalente a una desviación típica del REB mediano a dos dígitos de CNAE de los ejercicios 2002 a 2023, excluyendo 2020. Esta reducción, de un 42 % para el conjunto de la muestra de empresas endeudadas, constituye un cambio relevante, pero no extremo, del REB (el cual se distribuye, en la mayoría de los casos, en un rango de pocas desviaciones estándar en torno a la media).

La ratio de pagos por intereses sobre el EBE continuó su tendencia descendente en 2025. A pesar del ligero incremento de la deuda, los pagos por intereses se redujeron entre abril y junio por cuarto trimestre consecutivo, fruto de la traslación progresiva del reciente ciclo de relajación monetaria. Su proporción sobre el EBE se situó en el 12,3 %, 3 pp por debajo del nivel máximo de la última década (15,7 %), registrado en junio de 2024 (véase gráfico 2.4). La carga por intereses permaneció por debajo tanto de la del área del euro (13,7 %) como de la media histórica desde 2000 (16,4 %). De acuerdo con las previsiones, esta ratio dejaría de descender a finales de año y repuntaría ligeramente en 2026 y 2027.

Según las estimaciones realizadas con datos granulares de empresas, el descenso de la carga financiera en 2025 habría sido generalizado por sectores de actividad¹¹. Este indicador, calculado solo para las empresas con deuda financiera, se habría reducido en todos los sectores de actividad y el valor que previsiblemente alcanzaría a finales de 2025 estaría claramente por debajo del promedio registrado en el período 2014-2023 (excluyendo 2020), salvo en el sector de la industria, donde ambos valores serían muy similares (véase gráfico 2.5).

¹¹ Se define la ratio de carga financiera como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). La fuente para calcular la ratio es la Central de Balances Integrada (CBI) y el último año con datos completos de CBI es 2023. Se estima la evolución del REB a partir de la variación observada por sectores en los datos de la AEAT (o de la CBT para sectores no disponibles en la AEAT) entre 2023 y 2025. Los gastos financieros se aproximan suponiendo que la disminución del euríbor a tres meses entre 2023 y 2025 se traslada completamente al coste medio de la deuda, y que la deuda evoluciona, en cada sector, según la información del crédito bancario disponible en la Central de Información de Riesgos.

Ante un hipotético descenso significativo de los beneficios, el impacto en la ratio de carga financiera sería heterogéneo por sectores de actividad. Partiendo de la situación de 2025, se ha realizado un ejercicio de sensibilidad ante una hipotética caída de los beneficios ordinarios calibrada de acuerdo con su variabilidad histórica¹², lo que supone un descenso del REB de un 42 % en el conjunto de la muestra de empresas endeudadas. Los resultados revelan un aumento de la carga financiera de casi cinco puntos, siendo más intenso en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, en energía y en hostelería y restauración. A pesar de este aumento, la carga financiera se mantendría en niveles similares a los de la media del período 2014-2023, salvo en la rama de industria, que estaría algo por encima, lo que evidencia su mayor vulnerabilidad potencial ante una caída de los beneficios.

2.3 Las Administraciones Públicas

La evolución reciente de los ingresos y gastos públicos permitiría nuevos avances en la corrección del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) en España. El notable crecimiento de los ingresos públicos en los últimos meses, más que compensaría el comportamiento también expansivo de los gastos. En conjunto, tal como reflejan las previsiones del Banco de España publicadas en septiembre, el déficit público a final de año podría situarse en torno al 2,5 % del PIB, por debajo del objetivo del 2,8 % del Gobierno. Esta mejora tendría continuidad en los dos años siguientes, en los que se anticipa un déficit del 2,3 % del PIB, con pequeños superávits primarios, por primera vez desde 2007 (véase gráfico 2.6.a).

No obstante, la ratio de endeudamiento público permanecería elevada, tanto desde una perspectiva histórica como en el contexto europeo. Tras reducirse 3,5 pp en relación con el PIB en 2024, esta disminuiría 0,9 pp adicionales en 2025 y 0,7 pp entre 2026 y 2027, hasta situarse en torno al 100% del PIB en este último año, según las previsiones del Banco de España (véase gráfico 2.6.a). Dicho nivel seguiría siendo notablemente superior (en unos 10 pp) al proyectado por el Banco Central Europeo para el conjunto del área del euro. Este menor ritmo de reducción del endeudamiento público, a pesar del logro de ligeros superávits primarios, se debería a un crecimiento del PIB nominal más moderado, frente a sus fuertes avances entre 2021 y 2025.

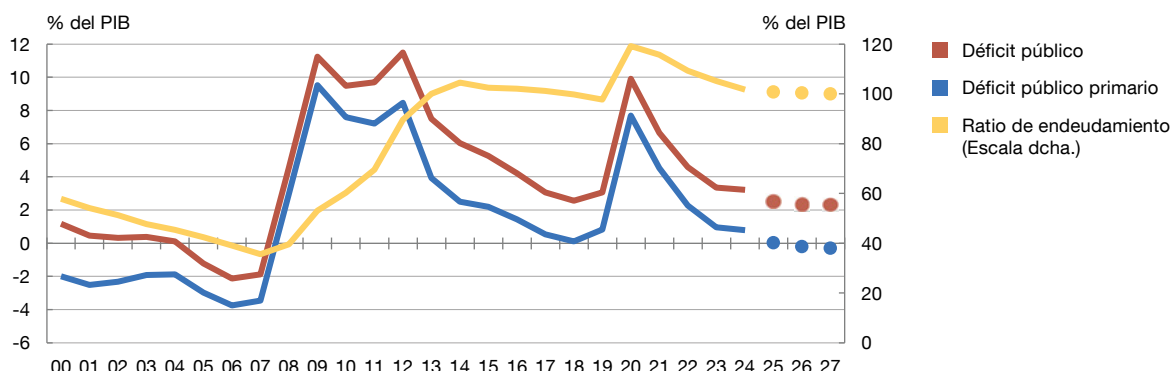
Por su parte, el coste medio de obtención de nueva financiación del Tesoro Público se sitúa actualmente en niveles inferiores a los de 2023 y 2024. En los últimos meses, el coste medio de financiación del Tesoro se ha mantenido en torno al 2,7 %, por debajo del 3,1 % y 3,4 % de 2024 y 2023, respectivamente, pero por encima del coste medio actual del saldo vivo total de la deuda del Estado (2,3 %).

¹² Se estima una disminución equivalente a una desviación típica del REB mediano a dos dígitos de CNAE de los ejercicios 2002 a 2023, excluyendo 2020. Esta reducción constituye un cambio relevante, pero no extremo, del REB (el cual se distribuye, en la mayoría de los casos, en un rango de pocas desviaciones estándar en torno a la media).

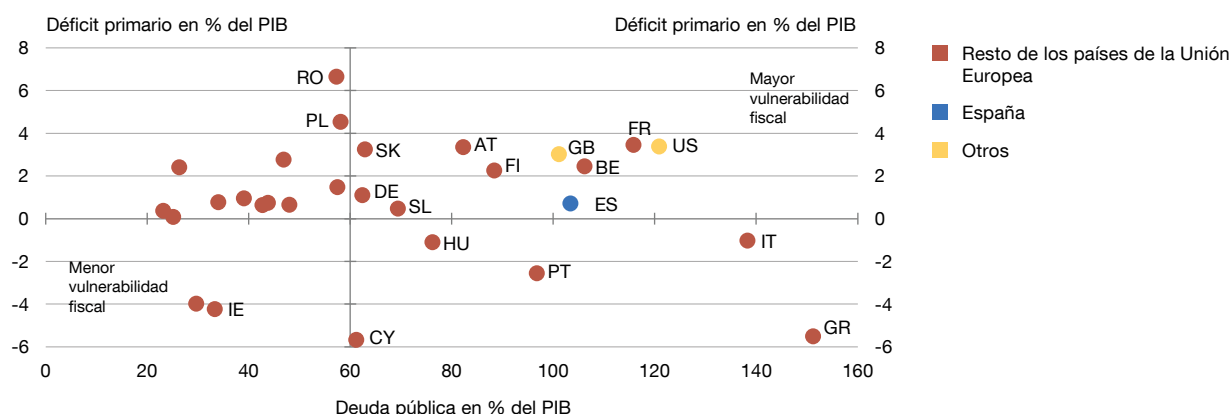
Gráfico 2.6

España continúa situándose entre los países con mayor vulnerabilidad fiscal, aunque se observan avances en los últimos años

2.6.a Situación patrimonial de las Administraciones Públicas en España (a)



2.6.b Comparación internacional (II TR 2025)



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

a Los círculos corresponden a las previsiones del Banco de España publicadas el 16 de septiembre.



Para los próximos años, los mercados anticipan un ligero incremento del coste de la nueva financiación, lo que llevaría a un repunte moderado de la carga financiera de las AAPP. Esta se situaría en el 2,6 % del PIB en 2027, según el escenario central de proyecciones del Banco de España, frente al 2,4 % registrado en 2024.

El nivel elevado de endeudamiento público en España supone una vulnerabilidad ante potenciales deterioros bruscos en las condiciones de financiación de los mercados. La vida media de la deuda pública es relativamente elevada (7,7 años, en el caso de los valores emitidos por la Administración Central), lo que contribuiría a suavizar el impacto a corto plazo, pero no lo eliminaría si el hipotético endurecimiento en las condiciones de financiación fuese suficientemente intenso. A modo de ilustración, en un escenario con tipos de interés a corto, medio y largo plazo que fuesen un punto porcentual superiores a los considerados en el ejercicio de proyecciones a partir de 2026, la ratio de

carga financiera de las AAPP sobre el PIB en 2027 se situaría 0,3 pp por encima de su nivel previsto en el escenario central (2,9 %, frente a 2,6 %).

La vulnerabilidad que supone para la estabilidad financiera el elevado endeudamiento público se ve aumentada por las necesidades crecientes de gasto. Las AAPP españolas tendrán que hacer frente a los retos que suponen el envejecimiento demográfico, las tensiones geopolíticas, la transformación digital y el cambio climático. Estas cuestiones requerirán mayores desembolsos públicos, lo que acentuará el desequilibrio de las finanzas públicas si no se toman medidas compensatorias.

De momento, no se han concretado las medidas que permitirían cumplir con el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) y reconducir la senda futura de deuda pública hacia niveles más sostenibles. El PFEMP presentado por España a finales de 2024 carece de medidas, suficientes y concretas que sustenten los compromisos de gasto neto asumidos. Asimismo, la ausencia de presupuestos del Estado limita el margen de actuación de las autoridades¹³.

A nivel internacional, algunos países de importancia sistémica presentan ciertas vulnerabilidades en su posición fiscal, y otros, en una situación más favorable, contemplan aumentos de su endeudamiento. Entre los primeros, destacan especialmente Francia, dentro del área del euro, y EEUU y el Reino Unido, fuera de ella. Todos ellos muestran niveles de endeudamiento público elevados y desequilibrios importantes en sus finanzas públicas (véase gráfico 2.6.b). En el caso de Alemania, el endeudamiento público no es elevado, pero los planes actuales implican una importante expansión fiscal en los próximos años.

La reciente reforma fiscal en EEUU reduciría la sostenibilidad a medio plazo de su deuda pública. El paquete fiscal aprobado el 1 de julio, denominado *One Big Beautiful Bill Act of 2025*, prorroga gran parte de los recortes de impuestos desplegados durante el primer mandato de la Administración Trump en 2017, que expiraban a finales de 2025. Asimismo, introduce rebajas impositivas adicionales, que se compensarían parcialmente con ajustes de gasto público. De acuerdo con estimaciones realizadas por el *Congressional Budget Office* (CBO), este paquete fiscal provocaría un sensible aumento del déficit público y de la deuda en el medio plazo¹⁴. Dicho deterioro de las finanzas públicas se compensaría en alguna medida por el aumento de los ingresos por aranceles, cuya magnitud es incierta¹⁵,

13 Véase, por ejemplo, el [Informe de seguimiento del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028](#), de mayo de 2025, de la AIReF.

14 De acuerdo con las estimaciones del CBO, el déficit público anual aumentaría en promedio en torno a 0,9 pp de PIB entre 2025 y 2034, y oscilaría alrededor del 7 % del PIB. Como resultado, la deuda pública ascendería al 127 % del PIB al final de dicho periodo (29 pp más que en 2024 y 10 pp más que en el escenario sin reforma fiscal).

15 La CBO estimó, en [agosto de 2025](#), que los ingresos por aranceles reducirían el déficit público primario en el periodo 2025-2035 por un total de 3,3 billones de dólares, a lo que se sumaría un ahorro de 0,7 billones en concepto de servicio de la deuda. En promedio, estas cifras supondrían alrededor del 1 % del PIB anual durante dicho periodo (para esta estimación se emplean las proyecciones de PIB de largo plazo de la CBO de [marzo de 2025](#)).

ya que depende de los aranceles que finalmente se adopten y de su impacto sobre los flujos comerciales y la actividad económica.

ESFUERZO FINANCIERO ASOCIADO A LA VIVIENDA PRINCIPAL Y CONSUMO DE LOS HOGARES

El acceso al crédito por parte de los hogares puede actuar como soporte de su consumo, influyendo positivamente en su nivel de bienestar. No obstante, los efectos del apalancamiento de los hogares pueden tornarse negativos si dicho nivel no resulta sostenible o si la carga financiera asociada es excesiva. Por ejemplo, la literatura señala que, si bien el acceso a deuda hipotecaria sostenible para financiar la vivienda principal puede incentivar el consumo, niveles elevados de carga financiera se asocian, por el contrario, con una mayor vulnerabilidad de los hogares y un menor consumo ante empeoramientos en su situación económica¹.

En este recuadro se presenta una aproximación cuantitativa al impacto del endeudamiento de los hogares sobre el consumo privado. En concreto, se examina la relación entre el esfuerzo financiero asociado a la vivienda principal de los hogares españoles y su gasto en consumo. Para ello se utiliza la información disponible en todas las olas de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), correspondientes al período 2002-2022².

De acuerdo con las olas más recientes de esta encuesta, más del 60 % del gasto agregado en consumo se concentra en familias con deudas pendientes (véase gráfico 1). La participación de estos hogares en el consumo ha ganado importancia desde 2011, y se ha incrementado del 56,1 % al 62,5 % en 2022³. En este grupo, aproximadamente la mitad del gasto corresponde a hogares con hipoteca sobre su vivienda principal, participación que se ha mantenido relativamente estable a lo largo del periodo analizado. Por otro lado, aunque la proporción del consumo total

de los hogares que viven en régimen de alquiler (con o sin deuda) muestra un peso relativamente reducido, esta ha experimentado un notable incremento desde 2014 y ha pasado del 8,9 % al 15,6 % en 2022.

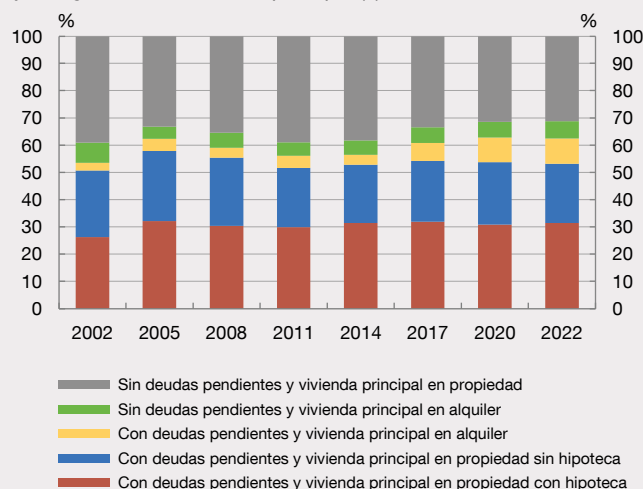
A continuación, se analiza si la evolución del gasto en consumo ha mostrado un comportamiento homogéneo entre los hogares según su nivel de carga financiera⁴, y su nivel de renta⁵. En concreto, se calcula el promedio de las tasas de variación del consumo real por hogar entre 2002 y 2022 (véase gráfico 2), desglosadas por terciles de renta y por tenencia o no de deuda. En el primer grupo —hogares con deudas pendientes— la variación media del consumo real es negativa en los dos primeros terciles de renta, mientras que los ubicados en el tercil superior muestran un crecimiento medio nulo. En cambio, los hogares sin cargas financieras muestran una leve tendencia al alza o estabilidad en su consumo real. Esta diferencia es especialmente marcada entre los hogares de menor renta, donde la ausencia de deuda se traduce en una mayor capacidad de gasto, y en un consumo más estable frente a posibles perturbaciones en el entorno económico. No obstante, tal y como muestra el gráfico, en torno a estos crecimientos promedios existe una gran dispersión dentro de cada grupo, especialmente entre los hogares con deudas pendientes.

Ejercicios adicionales de regresión, orientados a explicar la variación del consumo en función del nivel de carga financiera para hogares con similares características socioeconómicas y demográficas, confirman la existencia de una relación inversa significativa entre carga financiera y consumo⁶. Este

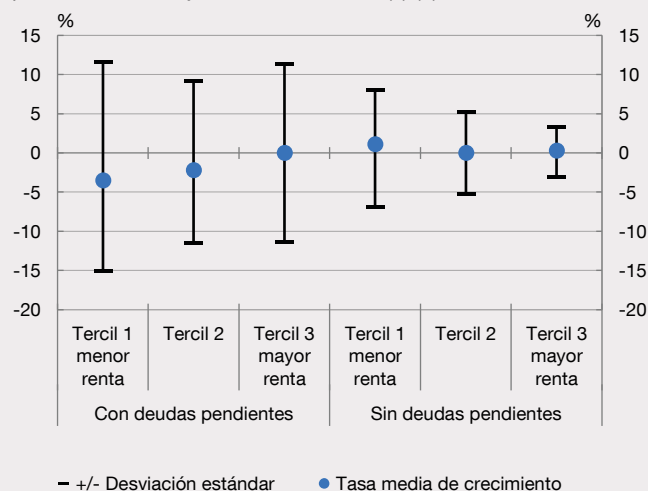
- 1 Véase por ejemplo el **recuadro 1.1** del Informe Anual 2014 del Banco de España; Casado, J.M., Folch, M., y García-Coria, R. (2015), "Evolución y determinantes del consumo de la UEM durante la crisis", *Boletín Económico – Banco de España*, n.10/2014, 81–91; Baker, S. R. (2018), "Debt and the Response to Household Income Shocks: Validation and Application of Linked Financial Account Data", *Journal of Political Economy*, Volumen 126, n. 4, 1504–1557, doi: <https://doi.org/10.1086/698106>; Fagereng, A. y Halvorsen, E. (2016), "Debt and household consumption responses", *Documento de Trabajo – SSRN*, doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2942502>; Fan, Y. y Yavas, A. (2020), "How Does Mortgage Debt Affect Household Consumption? Micro Evidence from China", *Real Estate Economics*, Volumen 48, n. 1, 43–88, doi: <https://doi.org/10.1111/1540-6229.12244>; Teulings, R., Wouterse, B. y Ji, K. (2023), "Disentangling the effect of household debt on consumption", *Empirical Economics*, Volumen 65, 2213–2239, doi: <https://doi.org/10.1007/s00181-023-02428-4>; Sala, H. y Trivín, P. (2024), "Household finances, debt overhang and consumption patterns", *Economic Modelling*, Volumen 139, 106836, doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2024.106836>.
- 2 La última observación disponible corresponde a 2022, cuando la recuperación del consumo tras la pandemia era todavía incompleta. Desde entonces, se estima que dicha recuperación ha sido heterogénea por grupos de edad y por niveles de renta (Martínez-Carrascal, 2025).
- 3 Entre 2002 y 2022, la proporción de hogares endeudados que viven en alquiler aumentó en 8 puntos porcentuales (pp), mientras que la de aquellos con hipoteca sobre su vivienda principal creció en 6 pp. En contraste, el porcentaje de hogares propietarios sin deudas se redujo en 14 pp durante el mismo período. Los demás grupos de hogares mantuvieron una participación estable en el total de hogares a lo largo del período analizado.
- 4 La carga financiera es la ratio de los pagos por todas las deudas vivas, sean hipotecarias o no, (incluyendo amortización del principal e intereses) y la renta bruta del hogar.
- 5 Este ejercicio se realiza para todos los hogares, independientemente de su tipo de deuda y de su régimen de tenencia de la vivienda principal.
- 6 Se sigue un enfoque metodológico basado en Du Caju, P., Périlleux, G., Rycx, F. y Tojerow, I. (2023), "A bigger house at the cost of an empty stomach? The effect of households' indebtedness on their consumption: micro-evidence using Belgian HFCS data", *Review of Economics of the Household*, Volumen 21, 291–333, doi: <https://doi.org/10.1007/s11150-022-09605-x>.

ESFUERZO FINANCIERO ASOCIADO A LA VIVIENDA PRINCIPAL Y CONSUMO DE LOS HOGARES (cont.)**Gráfico 1**

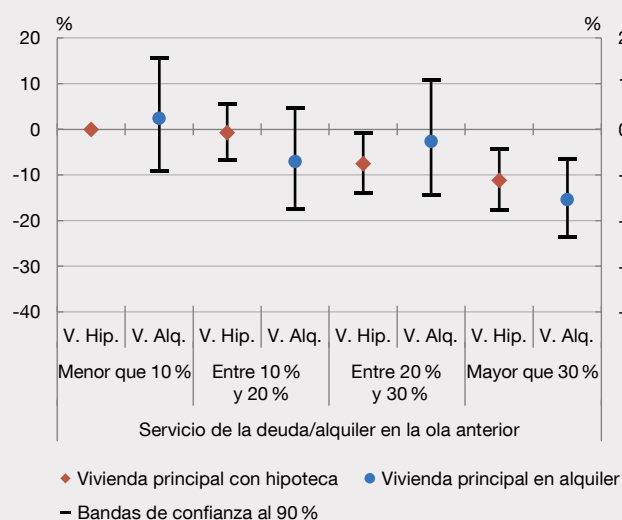
Distribución del gasto en consumo según la tenencia de deuda y el régimen de la vivienda principal (a)

**Gráfico 2**

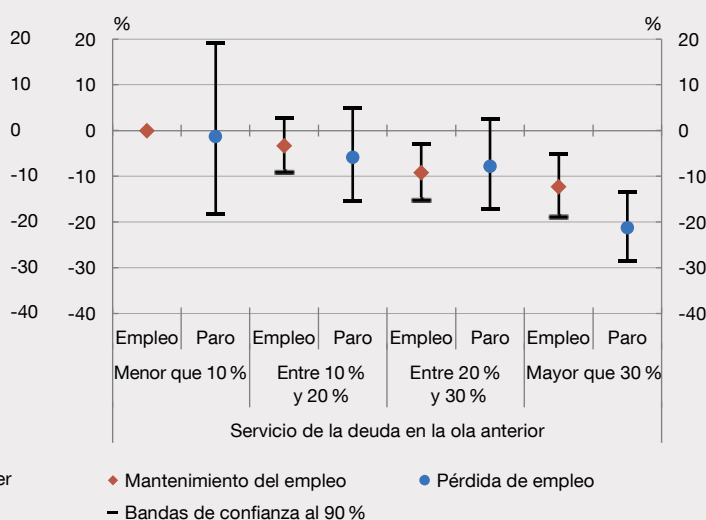
Crecimiento medio del gasto en consumo por hogar, desglose por tercil de renta y tenencia de deuda (a) (b)

**Gráfico 3**

Diferencias en el consumo de hogares con cargas hipotecarias o con alquiler (c)

**Gráfico 4**

Diferencias en el consumo de hogares endeudados ante variaciones en la situación laboral del cabeza de familia (d)

**FUENTE:** Banco de España, Encuesta Financiera de las Familias.

- a Se considera todo concepto de consumo de bienes y servicios, incluyendo gastos en alimentación, otros bienes no duraderos (incluidos los suministros), vehículos y equipamiento del hogar adquirido en el último año.
- b El crecimiento medio del consumo se calcula como el promedio de las tasas de variación del consumo por hogar, en términos reales, de las olas de la encuesta con respecto a la ola anterior, para cada tercil de renta (calculados sobre toda la distribución de hogares). La barra superior (inferior) que acompaña a cada punto del gráfico se obtiene al sumar (restar) la desviación estándar a la tasa promedio correspondiente.
- c Se modeliza la variable consumo (en logaritmos) mediante distintas variables binarias relativas al ratio del servicio de la deuda/alquiler sobre la renta, controlando por nivel de renta, riqueza y deuda (en logaritmos), y por otros factores demográficos y económicos (sexo, edad, tipo y tamaño del hogar, percentil de renta y de riqueza, situación laboral, fase del ciclo económico, etc.). Para hogares con hipoteca viva sobre la vivienda principal en propiedad, el servicio de la deuda se define como la ratio de los pagos por todas las deudas vivas, sean hipotecarias o no, (incluyendo amortización del principal e intereses) y la renta bruta del hogar. Para hogares no endeudados con vivienda principal en alquiler, el servicio del alquiler se define como la ratio de los pagos en concepto de alquiler y la renta bruta del hogar. Tanto la información sobre el endeudamiento como el servicio del alquiler del hogar proceden de la ola anterior de la encuesta para reducir posibles problemas de endogeneidad. Se muestra el efecto porcentual (puntos) sobre la categoría base para cada una de las distintas variables binarias mencionadas, con un intervalo de error estándar al 90 % de confianza (barras). Como la variable dependiente de la regresión está definida en logaritmos, el efecto porcentual (y los intervalos de error estándar) sobre el consumo de la categoría base se obtiene a través del cálculo $(e^{\beta} - 1) \times 100$, donde β representa el coeficiente estimado para cada variable binaria. La categoría base (con coeficiente igual a 0) comprende a los hogares con hipoteca viva sobre la vivienda principal en propiedad, que destinan al servicio de la deuda entre el 0 % y el 10 % de su renta en la ola anterior de la encuesta.
- d Se utiliza el mismo tipo de especificación y análisis que en el gráfico 3. La categoría base (con coeficiente igual a 0) comprende a los hogares con hipoteca sobre su vivienda principal, que destinan al servicio de la deuda entre el 0 % y el 10 % de su renta en la ola anterior y cuyo cabeza de familia mantiene el empleo (por cuenta ajena o por cuenta propia) entre olas de la encuesta.

ESFUERZO FINANCIERO ASOCIADO A LA VIVIENDA PRINCIPAL Y CONSUMO DE LOS HOGARES (cont.)

análisis se realiza para el subconjunto de hogares con deudas hipotecarias vivas sobre su vivienda principal en propiedad. Además, usando el concepto más general de esfuerzo financiero, se ha analizado también la relación entre este y el consumo para los hogares no endeudados que viven en régimen de alquiler, sin ser propietarios^{7,8}.

Para aquellos hogares con vivienda principal en propiedad y con hipoteca viva para dicha vivienda, se identifica una relación negativa entre el consumo y la carga de la deuda (véase gráfico 3)⁹. En concreto, se observa un consumo un 8 % menor para hogares que dedican entre el 20 % y el 30 % de su renta al pago de deudas frente a los que dedican menos del 10 %. Esta diferencia negativa se amplía hasta el 11 % para hogares de similares características que destinan más del 30 % de sus ingresos a este concepto. Estos resultados sugieren que la relación negativa entre consumo y endeudamiento se intensifica especialmente cuando la carga financiera supera el umbral del 30 % de la renta del hogar.

También se aprecia una relación inversa entre el consumo y el esfuerzo financiero para hogares que, aun sin deudas, destinan una parte considerable de sus ingresos al pago del alquiler de la vivienda en la que residen. En particular, los hogares sin deudas que destinan más del 30 % de sus ingresos al alquiler de su vivienda principal consumen un 15 % menos que aquellos con características similares que tienen una hipoteca activa sobre su vivienda principal y dedican menos del 10 % de sus ingresos al pago de esa deuda. No obstante, el consumo no difiere significativamente entre los hogares sin deuda que destinan más del 30 % de sus ingresos al alquiler y los que tienen hipoteca y también asignan más del 30 % de sus ingresos al pago de dicha deuda. Estos resultados indican que el peso del coste de la vivienda —ya sea por alquiler o por hipoteca— puede influir de forma importante en el nivel de consumo de los hogares, especialmente cuando supera el 30 % de sus ingresos.

Aunque la evidencia anterior sugiere que la carga financiera de los hogares con deuda hipotecaria viva para su vivienda

principal influye en su consumo, dicha influencia puede variar según la situación económica de cada hogar. Ante una perturbación adversa, como la pérdida de empleo, la caída en el consumo podría ser aún más pronunciada.

Para explorar esta hipótesis, se amplía el análisis considerando la evolución del consumo cuando el cabeza de familia pasa a estar desempleado (véase gráfico 4). La relación negativa entre la carga financiera y el consumo se intensifica en este escenario. Un hogar con vivienda principal en propiedad e hipoteca viva sobre dicha vivienda, cuyo cabeza de familia mantiene el empleo y destina más del 30 % de su renta al pago de su deuda, presenta un consumo un 12 % inferior al de un hogar de iguales características, pero cuya ratio de servicio de la deuda sobre la renta es inferior al 10 %. Sin embargo, si el cabeza de familia queda en situación de desempleo, el consumo se reduce un 21 % respecto al hogar de referencia. Si bien la diferencia entre ambas brechas de consumo no es estadísticamente significativa, su magnitud (9 pp) sí es considerable. Estos resultados sugieren que la situación laboral es la dimensión más determinante para explicar la heterogeneidad del consumo entre hogares similares, pero con diferentes niveles de carga financiera.

En cuanto al tipo de gasto, para aquellos con vivienda principal en propiedad y carga hipotecaria sobre ella, se estima una caída del 10 % en el consumo no duradero y en alimentación cuando la ratio de servicio de la deuda respecto a la renta supera el 30 %. También destaca la adquisición de vehículos, donde el descenso estimado alcanzaría el 38 % para este mismo grupo de hogares¹⁰.

Tal y como muestra el análisis anterior, una carga financiera excesiva tiende a reducir el gasto en consumo, especialmente en situaciones adversas como la pérdida de empleo. Esta sensibilidad del consumo ante perturbaciones económicas puede repercutir en otros agentes, como las empresas, que experimentarían fluctuaciones en la demanda de sus productos, de modo que se podría ver afectada su situación económica y financiera y, en última instancia, a la estabilidad financiera.

7 Por lo tanto, el análisis no cubre los hogares con otros tipos de deuda, como hipotecas sobre segundas viviendas o deudas no hipotecarias.

8 Para aquellos con vivienda principal en arrendamiento, el esfuerzo financiero se define como la ratio de los pagos por alquiler para la vivienda principal y la renta bruta del hogar. Para aquellos con hipoteca sobre su vivienda principal en propiedad, el esfuerzo financiero sería equivalente a la carga financiera (véase nota al pie 4).

9 Si bien se analiza una relación que no implica causalidad, tanto la información sobre el endeudamiento como el servicio del alquiler del hogar proceden de la ola anterior de la encuesta para reducir posibles problemas de endogeneidad.

10 No se encuentra en este ejercicio de regresiones una relación estadísticamente significativa —y sí una elevada dispersión— entre carga financiera y gasto en otros bienes duraderos (equipamiento para el hogar) para hogares con vivienda principal en propiedad e hipoteca viva para dicha vivienda.

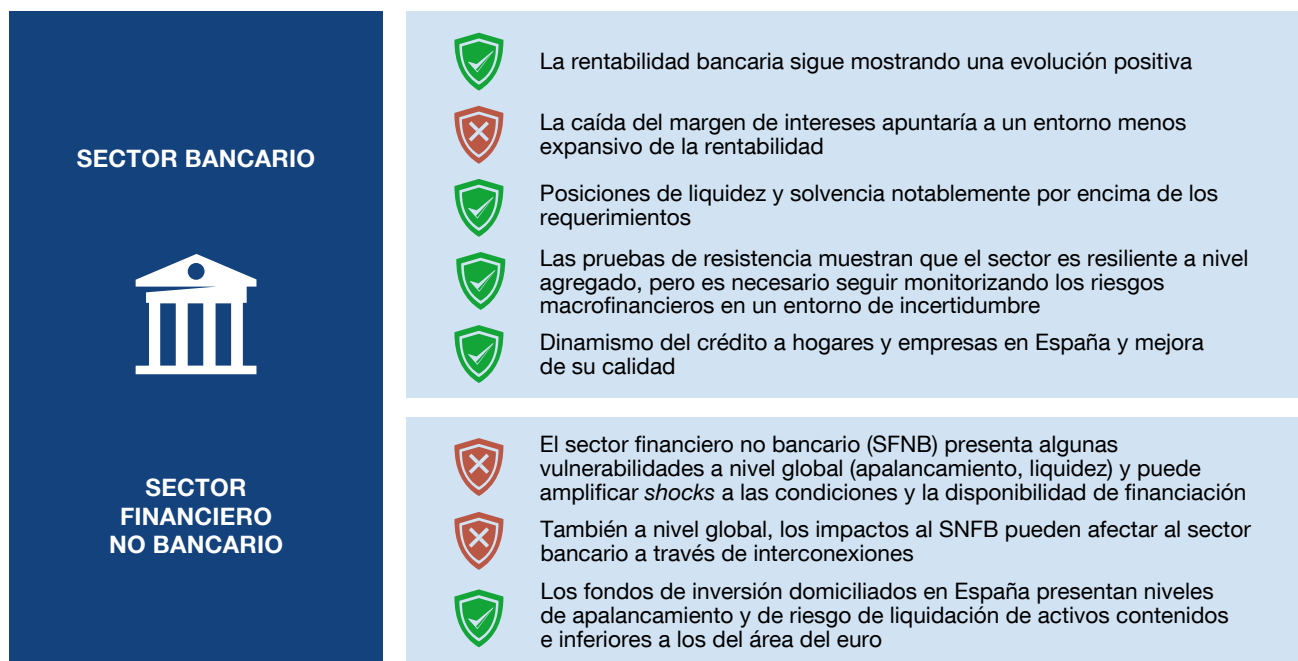
3

SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS BANCOS ESPAÑOLES Y DEL SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO

3 SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS BANCOS ESPAÑOLES Y DEL SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO

Esquema 3.1

Situación financiera de los bancos y del sector financiero no bancario (a)



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.

3.1 Sector bancario

3.1.1 Rentabilidad

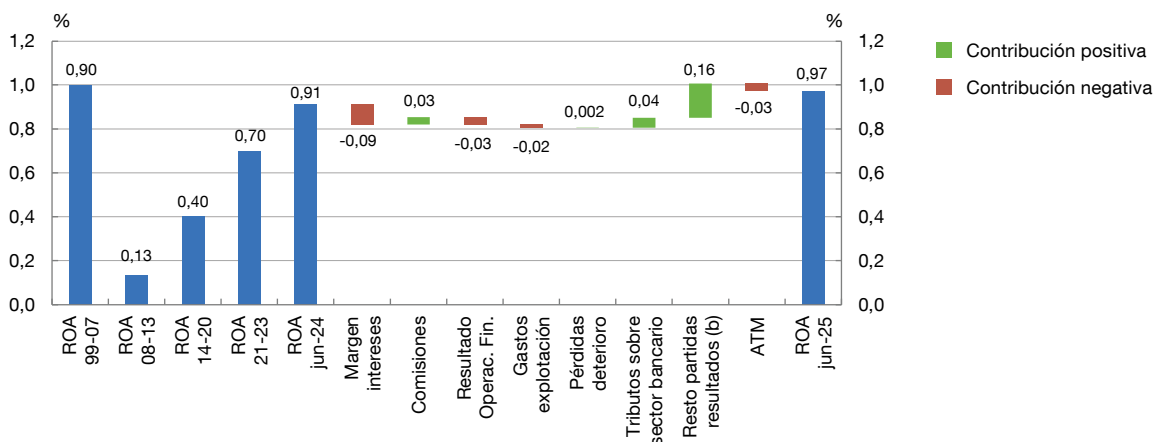
La rentabilidad del sector bancario español ha continuado mejorando en el primer semestre de 2025. El resultado consolidado del sector creció un 10 % en el período enero-junio de 2025 respecto a los mismos meses de 2024 (véase anejo 1)¹. La rentabilidad sobre activo (ROA, por sus siglas en inglés) se situó en el 0,97 %, frente al 0,91 % de junio de 2024 (véase gráfico 3.1). La rentabilidad sobre fondos propios (ROE, por sus siglas en inglés)

1 En la primera mitad de 2025 una entidad significativa ha anunciado el acuerdo de venta de una filial en el extranjero. Así, de conformidad con lo establecido por la NIIF 5 (normativa contable internacional), la entidad ha registrado los resultados en el negocio afectado por esa operación en una única línea del estado de resultados consolidado («resultados de operaciones interrumpidas (neto)»), quedando así excluidos, línea a línea, del desglose de las operaciones continuadas de la cuenta de resultados. En esta sección, para que el análisis y la comparativa interanual con junio de 2024 resulten consistentes, se han reincorporado estos importes en las principales líneas de resultados. Esta distribución de los «resultados de operaciones interrumpidas (neto)» no afecta al resultado neto final ni, por tanto, al ROA y al ROE.

Gráfico 3.1

Pese a la caída del margen de intereses, la rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español siguió mejorando en la primera mitad de 2025

3.1.a Descomposición de la variación de la rentabilidad sobre activo (ROA). Datos consolidados (a)



FUENTES: Banco de España e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

a, b Véase nota A2.3.1.1.3 en el anejo 2.



aumentó 0,6 puntos porcentuales (pp) hasta alcanzar el 14,6 % (véase gráfico A2.3.1.1.1 en el anejo 2). Esta mejora fue generalizada entre entidades (véase gráfico A2.3.1.1.2 en el anejo 2). Los resultados del tercer trimestre de las principales entidades cotizadas continúan mostrando una evolución al alza de la rentabilidad.

La evolución favorable de varias partidas de la cuenta de resultados ha compensado el descenso del margen de intereses. La caída de este componente de los beneficios (véase gráfico 3.1) contrasta con su comportamiento en trimestres previos, cuando fue el principal impulsor de la rentabilidad. Entre los componentes que contribuyen al aumento de la rentabilidad, destacan las comisiones netas, los gastos fiscales y otros resultados de explotación (estos últimos, debido en buena medida al menor ajuste por hiperinflación en los negocios de Argentina y Turquía)². En contraste, las dotaciones a provisiones se han mantenido estables. Por su parte, la contribución del denominador a la variación del ROA, el activo total medio (ATM), ha sido negativa, debido a que aumentó un 3,8 % en el período.

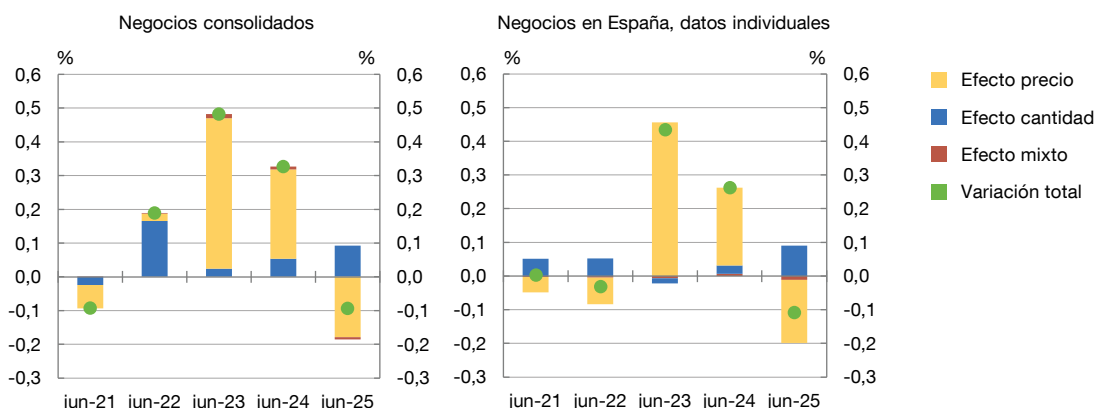
Buena parte de los elementos que han contribuido a la mejora interanual de la rentabilidad en el primer semestre son de naturaleza puntual. Este es el caso de los menores ajustes por hiperinflación. La reducción de gastos fiscales se debe a una cuestión de tratamiento

2 Corresponden al negocio en el extranjero de los dos principales bancos del sector. Los principios internacionales recogidos en la normativa contable aplicable a los bancos españoles establecen unos supuestos penalizadores en la valoración de negocios cuya divisa funcional está sujeta a hiperinflación (véase *Norma Internacional Contable 29*). El menor crecimiento de los precios en Turquía y Argentina ha posibilitado reducir estas penalizaciones.

Gráfico 3.2

La caída del margen de intereses se debió a que el impacto negativo de la relajación monetaria vía precios (menor margen unitario) fue superior al impacto positivo vía cantidad (mayor volumen de negocio)

3.2.a Descomposición de la variación del margen de intereses como porcentaje de activo total medio (ATM) (a)



FUENTES: Banco de España, Capital IQ e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

a Véase nota A2.3.1.1.5 en el anejo 2.

contable, que hace esperable que la mayor parte del efecto positivo sobre este componente no se mantenga para el conjunto del año³.

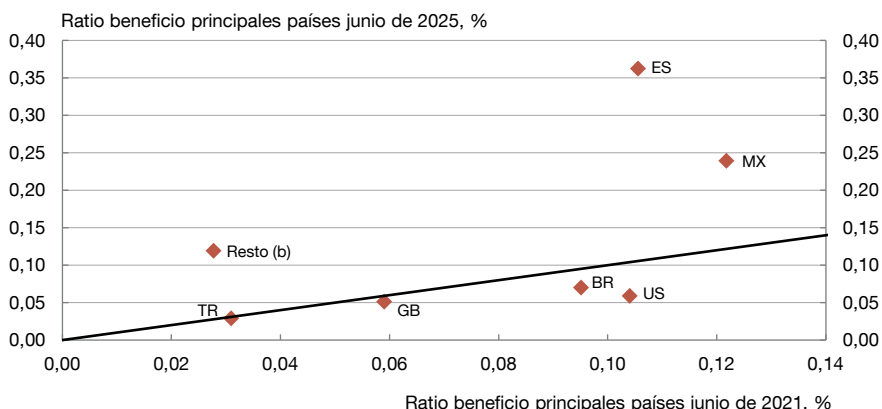
La caída del margen de intereses, principal impulsor de la rentabilidad desde 2021, se explica por los menores márgenes unitarios, en un contexto de relajación de la política monetaria. El efecto de este descenso de los márgenes unitarios⁴ (con caída superior del tipo de activo en relación con el de pasivo, véase gráfico A2.3.1.1.4 en el anejo 2) ha superado al del aumento del volumen de actividad (impulsado por la recuperación del crédito). Esto ha reducido así el margen de intereses, tanto en el negocio consolidado como en España (véase gráfico 3.2)⁵. Este descenso ha sido generalizado entre entidades (véase gráfico A2.3.1.1.6 en el anejo 2) y se mantiene en los resultados del tercer trimestre de 2025 publicados por las principales entidades cotizadas. La pérdida de impulso del margen de intereses, que ya se anticipaba en el anterior *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF), apunta a un entorno menos expansivo de la rentabilidad bancaria en los próximos trimestres. No obstante, es esperable que conforme se complete la transmisión de la rebaja de tipos de interés de política monetaria a los tipos de interés bancarios, su efecto negativo sobre el margen de intereses tienda a desaparecer, y este componente del beneficio a estabilizarse.

3 El anterior gravamen temporal (establecido por la [Ley 38/2022](#)) se devengó en su totalidad en el primer trimestre de 2024, mientras que el actual impuesto sobre el margen de intereses y comisiones (establecido por la [Ley 7/2024](#)) se ha devengado en junio solo por la parte correspondiente a los dos primeros trimestres.

4 El margen unitario se define como la diferencia entre el tipo de interés medio cobrado sobre las posiciones de activo y el tipo de interés medio pagado sobre las posiciones de pasivo.

5 En esta línea, la reciente [Encuesta de Préstamos Bancarios del tercer trimestre de 2025](#) muestra que, para los próximos seis meses, las entidades financieras encuestadas esperan que las decisiones sobre los tipos de interés oficiales propicien también una caída de la rentabilidad, aunque más moderada, provocada por unos márgenes unitarios más reducidos, y a pesar del impacto positivo sobre el volumen de crédito concedido.

Gráfico 3.3

Por geografías, las mejoras de la rentabilidad bancaria se concentran en los últimos años en España y México**3.3.a Ratio de beneficio en los principales países en junio de 2025 y junio de 2021 (a). Datos consolidados**

FUENTE: Informes financieros públicos de las entidades. Última observación: junio de 2025.

- a Ratio entre el beneficio ordinario atribuido a la entidad dominante anualizado en cada país dividido por el activo total consolidado medio y multiplicado por cien. Se computa para el conjunto de las tres entidades con una actividad internacional más significativa.
- b La categoría «Resto», además de los resultados en el resto de países, incluye los resultados del centro corporativo de las entidades.

Desde 2021, la mejora en la rentabilidad de los bancos con actividad internacional más significativa se ha concentrado en España y México. En el resto de los países de mayor importancia, la rentabilidad se ha mantenido relativamente estable (véase gráfico 3.3). La mejora del beneficio en México en los últimos años, en línea con el negocio en España, se ha debido al aumento del margen de intereses. Este impulso ha comenzado a agotarse y tanto el margen de intereses como el beneficio en México se redujeron en junio de 2025 en tasa interanual. En cualquier caso, en la primera mitad del año, México continuó siendo el país extranjero con mayor contribución al resultado de estas entidades (un 26 % del total, por debajo del 39 % de España), seguido de Brasil (8 %), EEUU (6 %), Reino Unido (5 %) y Turquía (3 %). El resto de las unidades de negocio contribuyeron con un 13 %. En este sentido, en el recuadro 3.1 se analiza la distribución geográfica y sectorial del crédito de los bancos españoles en el extranjero y se concluye que su exposición está razonablemente diversificada frente al impacto económico de los nuevos aranceles implementados en 2025, de por sí limitado.

La rentabilidad del sector bancario español en la primera mitad de 2025 se sitúa por encima de la de los otros principales sistemas bancarios de la UE. Con datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) a junio de 2025, el ROA de los principales bancos españoles alcanzó el 1 %, 25 pb por encima de la media europea del 0,75 %, y también un nivel superior al del resto de los principales países europeos, salvo Italia⁶ (véase gráfico A2.3.1.1.7 en el anejo 2).

6 El ROA de España en este párrafo de comparativa europea difiere del ROA del párrafo inicial ya que el perímetro de entidades considerado es diferente. Para propósitos de comparativa europea se utilizan datos de la EBA, que se refieren a los principales bancos de la UE, que, en el caso de España, se limitan a las diez entidades significativas. Para el resto de la sección, se utilizan datos nacionales para el conjunto de entidades bancarias.

3.1.2 Solvencia

La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) se situó en el 13,8 % en junio de 2025, 0,5 pp superior a la de 12 meses antes. Su incremento se debió al crecimiento interanual de más del 5 % del capital CET1, mayor que la contribución negativa debida al aumento del 1,4 % de los activos ponderados por riesgo (APR; véase el panel izquierdo del gráfico 3.4.a). Este aumento de los APR se debió a que el crecimiento de los activos totales (véase sección 3.1.3) fue superior a la reducción de su perfil de riesgo, medido por la densidad de los APR⁷. El aumento de la ratio de CET1 fue generalizado entre entidades (véase gráfico A2.3.1.2.2 en el anejo 2). Desde una perspectiva histórica más amplia, se observa un incremento significativo de las ratios de capital desde 2007 (véase gráfico 3.4.b).

La ratio de apalancamiento del sistema bancario español aumentó hasta el fin del primer semestre. En junio de 2025, esta ratio se situó en el 5,8 %, incrementándose en 12 pb respecto al mismo mes del año anterior (véase el panel derecho del gráfico 3.4.a)⁸. Los factores que explican su evolución (aumento del capital mayor que el del activo) son análogos a los mencionados para la ratio de CET1. La mejora de la ratio de apalancamiento fue relativamente generalizada entre entidades (véase gráfico A2.3.1.2.3 en el anejo 2).

La ratio de CET1 de los bancos españoles se mantiene en niveles inferiores a los de la media de la UE, aunque esta diferencia se ha reducido levemente. En los 12 meses hasta junio de 2025, esta diferencia se redujo en 0,2 pp, de 3,3 pp en junio de 2024 a 3,1 pp (véase gráfico A2.3.1.2.4 en el anejo 2).

El colchón voluntario de CET1 del sector bancario español es también menor que el de otros bancos europeos, pero la diferencia es inferior a la observada para el nivel de la ratio de CET1. Para el último período disponible, la brecha en términos de colchón voluntario entre España y la media de la UE fue de 1,7 pp⁹. La menor diferencia observada con respecto al caso de la ratio de CET1 refleja menores requerimientos de capital para el sistema bancario español, acordes con su perfil de riesgo.

La ratio de apalancamiento de los bancos españoles se mantiene en un nivel comparable al observado para otros sistemas bancarios europeos. Así, en junio de 2025, se situaba apenas 0,3 pp por debajo de la media europea (véase gráfico A2.3.1.2.4 en el anejo 2), una

7 La variación de la ratio de capital CET1 se puede descomponer en las contribuciones del capital CET1 (numerador de la ratio) y de los APR (denominador de la ratio). A su vez, la contribución de este último se puede descomponer en las contribuciones del total de activos y la densidad de los APR. La densidad de los APR es la ratio entre estos y el total activo, y valores más altos de esta señalan un perfil de mayor riesgo.

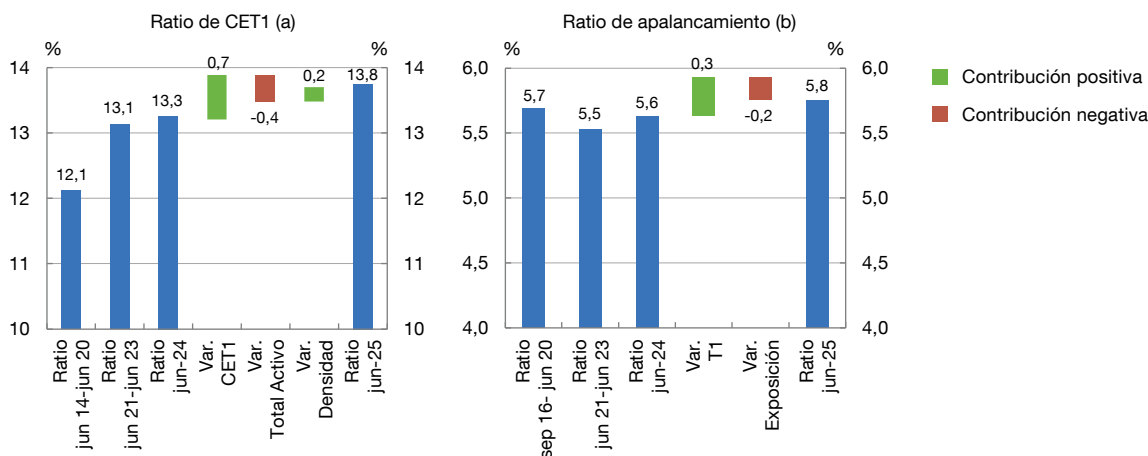
8 La ratio de apalancamiento se calcula dividiendo el capital de nivel 1 entre la medida de la exposición total, que incluye exposiciones fuera y dentro de balance y que no pondera por riesgo.

9 Este dato corresponde a diciembre de 2024, último reportado por la EBA para colchones de capital voluntarios, y considera únicamente los requerimientos prudenciales de capital de nivel 1 ordinario (Pilar 1, Pilar 2 requerido, requerimientos combinados de colchón y guía de Pilar 2). La muestra de la EBA contiene 161 bancos, que en el caso de España se refiere a las diez entidades significativas.

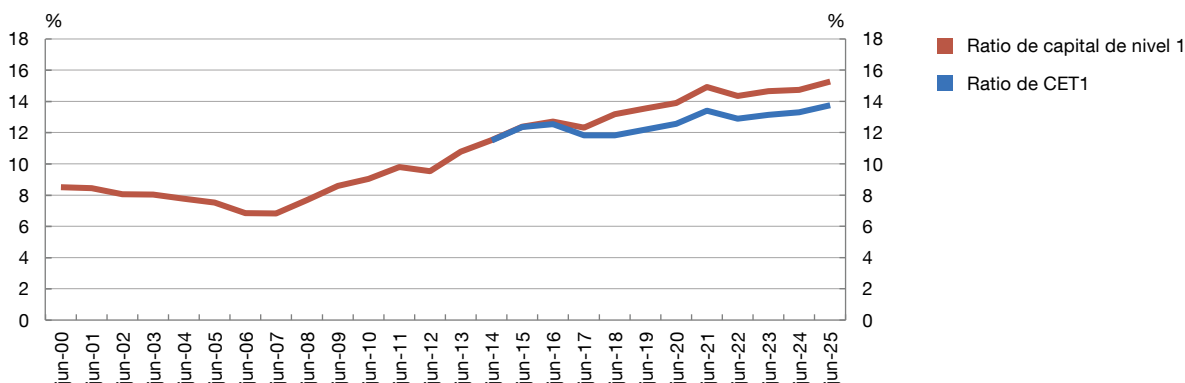
Gráfico 3.4

Las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español mostraron aumentos interanuales hasta junio de 2025, impulsadas por la acumulación de capital

3.4.a Descomposición de la variación de las ratios de capital de nivel 1 ordinario (CET1) y de apalancamiento. Datos consolidados



3.4.b Evolución temporal de la ratio de capital de nivel 1 y de la ratio de CET1 (c) (d)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a, b, c, d Véase nota A2.3.1.2.1 en el anejo 2.



diferencia que se ha mantenido estable entre los meses de junio de 2024 y 2025. La menor distancia entre el sector bancario español y sus comparables europeos en términos de la ratio de apalancamiento se debe fundamentalmente a que el primero cuenta con una mayor densidad de activos (mayor proporción de APR por volumen de activo), lo que contribuye a disminuir la ratio de CET1, pero no incide sobre la de apalancamiento¹⁰.

¹⁰ Entre los factores que explican esta mayor densidad de activos de la banca española se encuentra el menor uso de modelos internos (IRB, por sus siglas en inglés) para su cálculo, que típicamente generan menos requerimientos de capital que los métodos estándar. Los modelos internos utilizan técnicas estadísticas para estimar con los datos propios de sus activos pérdidas poco probables y medir la capacidad del capital para absorberlas. Si un banco no ha sido autorizado por el supervisor para usar estas técnicas, emplea el método estándar (aplicación de unos porcentajes comunes y preestablecidos a las exposiciones en riesgo).

Las últimas pruebas de resistencia realizadas muestran que el nivel de capital de los bancos españoles les proporciona una capacidad de resistencia agregada notable. Los resultados del ejercicio europeo coordinado por la EBA y publicado en agosto de este año y de los ejercicios realizados por el Banco de España con sus propias herramientas analíticas indican que el sector bancario español mantendría un nivel adecuado de ratio CET1 ante distintos escenarios adversos (véase recuadro 3.2). Los entornos hipotéticos examinados incluyen perturbaciones de distinta naturaleza, en particular, en términos de su persistencia temporal, y de sus efectos sobre la inflación y sobre los precios de los activos financieros e inmobiliarios, reforzando así la robustez de las conclusiones.

3.1.3 Balance consolidado

Evolución del activo

El activo consolidado de los bancos españoles mantuvo su reciente trayectoria creciente en el primer semestre de 2025, destacando el aumento de los activos financieros con contrapartes en España. Entre diciembre de 2024 y junio de 2025, los activos totales se incrementaron un 1,4 %, de forma que la tasa interanual alcanzó el 4,1 % (véase anejo 1). Los activos financieros con contrapartes españolas se incrementaron un 3,4 % en el primer semestre de 2025, mientras que los activos de este tipo con contrapartes en el extranjero se redujeron un 2,5 % en el mismo período, en un contexto marcado por la depreciación de distintas divisas frente al euro¹¹. En la expansión reciente del activo financiero con contrapartes en España ha destacado el incremento de los préstamos y de los valores de renta fija. En contraste, el activo frente al Eurosistema se redujo.

Evolución del pasivo

El pasivo consolidado del conjunto de los bancos españoles creció en línea con el activo en el primer semestre de 2025¹². Entre diciembre de 2024 y junio de 2025, el conjunto del pasivo aumentó un 1,4 %, lo que supone una reducción del ritmo de crecimiento observado en el semestre previo y sitúa el crecimiento interanual en el 3,9 % (véase anejo 1). La evolución del pasivo por nacionalidad de la contraparte fue comparable a la del activo y, por tipo de instrumento, destacó el crecimiento interanual del 1,6 % de los depósitos con contrapartes nacionales, frente a la contracción del 8,4 % de los mantenidos por extranjeros. Por su parte, en términos interanuales, se observa un aumento del patrimonio neto, que ha contribuido al aumento de la solvencia prudencial (véase sección 3.1.2).

¹¹ En concreto, en el primer semestre de 2025 se registraron depreciaciones frente al euro del dólar estadounidense (12,8 %), la libra esterlina (3,2 %), el peso mexicano (2,5 %), el real brasileño (0,2 %) y la lira turca (26,8 %). Estas monedas corresponden a economías en las que los bancos españoles mantienen una presencia significativa en términos de actividad internacional.

¹² El activo bancario es financiado por el pasivo financiero con coste de interés y otros pasivos (referidos de forma abreviada en este capítulo como «pasivo») y por el patrimonio neto. De esta forma, activo = pasivo + patrimonio neto.

La deuda emitida por los grupos bancarios españoles en el primer semestre de 2025 descendió con respecto al mismo período del año pasado. En relación con el segundo semestre de 2024, el descenso fue más moderado, debido en parte al patrón estacional, con emisiones recurrentemente más débiles en la segunda mitad del año (véase gráfico A2.3.1.3.1 en el anejo 2). En términos interanuales, destaca la reducción de los instrumentos sénior no garantizados —en un contexto en el que las entidades disponían ya de volúmenes suficientes de instrumentos para hacer frente a sus obligaciones de MREL—¹³ y también de los garantizados¹⁴. Esta reducción de emisiones fue más marcada en las filiales extranjeras de los bancos españoles debido a sus menores necesidades de renovar la financiación de su deuda en este período.

3.1.4 Crédito

Variación del crédito

El crecimiento del saldo de crédito en España se intensificó en el primer semestre del año. Esta evolución vino facilitada por el crecimiento económico y por la rebaja de los tipos de interés. En junio de 2025, la tasa interanual de crecimiento del conjunto de crédito a los hogares, las empresas y los autónomos se situó en el 2,7 %, frente al 0,8 % en diciembre de 2024 y frente al descenso del 1,4 % en junio de 2024. No obstante, en relación con un crecimiento del PIB nominal cercano al 6 %, esta evolución del saldo de crédito es contenida, tal y como se analiza también en los indicadores macrofinancieros de la sección 6.1 de este IEF (véase gráfico 6.1). Por sectores, destaca el incremento del crédito a hogares, con una aportación de 1,8 pp al crecimiento conjunto, frente a 0,9 pp del crédito a los sectores empresariales (véase gráfico 3.5.a). Estas tendencias se mantienen de acuerdo con los datos disponibles hasta al mes de agosto.

El crecimiento interanual del crédito en términos reales ha alcanzado niveles ligeramente positivos en junio de 2025. Desde finales de 2023, se venía observando una progresiva menor caída interanual del crédito real a hogares, empresas y autónomos en España, apoyada, fundamentalmente, en la recuperación del crédito nominal pero también en la moderación de la inflación. En los últimos trimestres, el crecimiento interanual del crédito real en España se ha

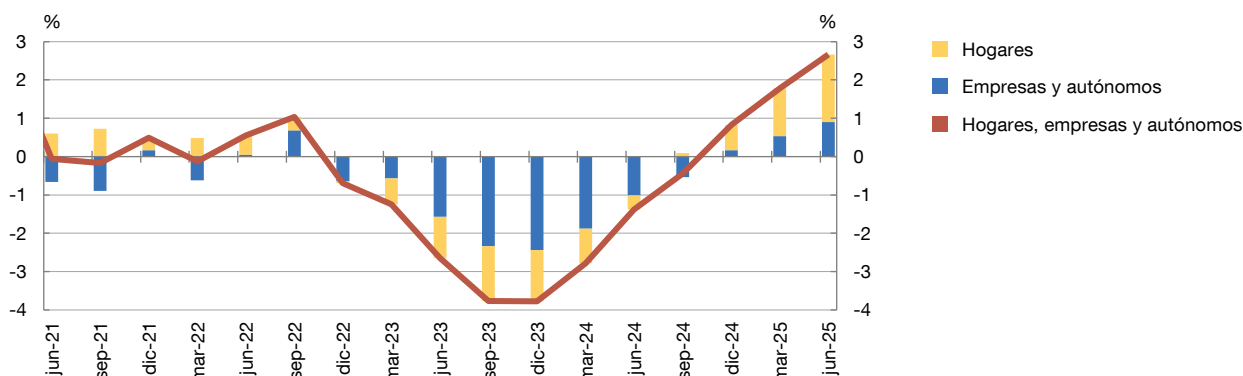
¹³ El requerimiento mínimo de fondos propios y pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés) es un requerimiento que tiene como misión asegurar que las entidades disponen de un volumen suficiente de fondos propios y pasivos elegibles que permitan la aplicación de los instrumentos de resolución y que los accionistas y determinados acreedores sean los primeros en asumir las pérdidas de una entidad inviable. La deuda sénior no preferente (*senior non-preferred, SNP*) permite también cubrir este requerimiento a un coste moderado para las entidades. Es una categoría de deuda que, en caso de resolución, implicaría la asunción de pérdidas por parte de sus tenedores con un orden de prelación inferior al de los tenedores de emisiones sénior tradicionales.

¹⁴ La deuda garantizada (incluyendo cédulas hipotecarias) cuenta con una garantía adicional o colateral, normalmente una cartera de préstamos hipotecarios. De este modo proporciona al tenedor una doble garantía: la del patrimonio del propio banco emisor y el derecho preferente de cobro sobre dicha cartera frente al resto de acreedores. La deuda sénior no garantizada no cuenta con activos de respaldo, pero por su consideración de sénior se sitúa, dentro del conjunto de emisiones sin garantía adicional, en primer lugar, en el orden de cobro en caso de quiebra del banco emisor.

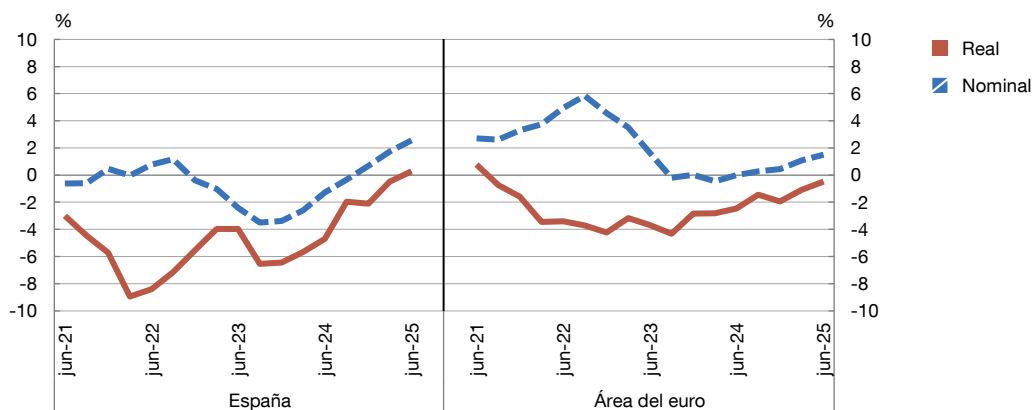
Gráfico 3.5

El crecimiento interanual del saldo de crédito en España al sector privado se intensificó en el primer semestre del año, tanto en términos nominales como reales, a lo que contribuyó en mayor medida el segmento de hogares

3.5.a Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



3.5.b Tasas de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos en términos nominales y reales. Datos individuales de los negocios domésticos (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España. Última observación: junio de 2025.

- a La categoría de empresas y autónomos designa a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.
b Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.



intensificado y se ha situado en un nivel mínimamente positivo en junio (véase gráfico 3.5.b). Además, desde marzo de 2025 ha superado al del conjunto del área del euro, observándose un diferencial positivo también en términos nominales. Esta evolución se produce tras un prolongado período de desapalancamiento desde la crisis financiera global, más pronunciado en España que en el resto del área del euro.

La aceleración del crédito al sector privado en España se produjo de forma generalizada entre bancos en la primera mitad de 2025. No obstante, hubo algo más de heterogeneidad que en el año anterior, y siguió observándose un cierto número de bancos que continuaron reduciendo su volumen de crédito (véase gráfico A2.3.1.4.1 en el anejo 2).

El crédito a los hogares aumentó un 3,1 % interanual en junio de 2025, creciendo tanto el destinado a consumo como el destinado a vivienda. En este último segmento, el crédito creció un 2,4 % interanual en junio de 2025, por encima del 0,5 % de diciembre de 2024 (véase la sección 4.1 de este IEF para un análisis más detallado). El crédito para el resto de las finalidades creció más en los 12 meses hasta junio de 2025 (5,5 %), acelerando también frente a diciembre de 2024 (4,2 %), destacando el crecimiento del crédito para consumo duradero (12 %)¹⁵.

En empresas y autónomos, el crédito creció un 2,1%, con particular fuerza en los sectores de construcción y de actividades inmobiliarias. La evolución del crédito ha sido dispar por sectores. Los créditos a la construcción y las actividades inmobiliarias mostraron un mayor crecimiento, del 3,7 % interanual hasta junio, lo que supone un cambio de tendencia, aunque partiendo de niveles muy reducidos (véase también la sección 4.1 de este IEF). El crédito a otros sectores también se aceleró y creció hasta junio de 2025, aunque en menor medida, con tasas interanuales medias entre el 1 % y el 2 %. Debido al peso contenido actual del crédito a la promoción y construcción, su contribución al crecimiento total no excedió sin embargo a la del resto de sectores¹⁶ (véase gráfico 3.6.a).

Las empresas de mayor tamaño concentraron la totalidad del crecimiento de crédito en el período reciente. El crédito a estas empresas aumentó un 5,5 % en tasa interanual en junio de 2025 (1,8 % 12 meses antes). En las pymes, por su parte, se moderó notablemente el descenso en los últimos trimestres, aunque la tasa de variación se mantiene en terreno negativo (-0,9 %). Por último, el crédito a los autónomos descendió un 3,1 % interanual en este período, caída también menor a la de los trimestres previos (véase gráfico 3.6.b).

La expansión de los saldos ha venido apoyada por el aumento del crédito nuevo, que ha sido generalizado por sectores. El crédito nuevo a hogares, empresas y autónomos en los 12 meses hasta junio de 2025 creció un 13,5 % con respecto a los 12 meses anteriores. De este crédito nuevo, el 64 % se canalizó a través de nuevas operaciones de crédito, mientras el restante 36 % lo hizo a través de incrementos de dispuesto en operaciones ya existentes. Al incremento del 13,5 % contribuyeron tanto las empresas (12,4 %) como los hogares (17,4 %), donde destaca por encima del resto el destinado a vivienda, con una tasa interanual de crecimiento del 32 %¹⁷.

15 Dentro de las finalidades distintas a la de adquisición de vivienda se incluyen, además del consumo, la adquisición de terrenos, la de garajes y trasteros no asociados a la adquisición de vivienda, la compra de valores y la reunificación de deudas, entre otros. Además de las entidades de depósito, los establecimientos financieros de crédito (EFC), cuyas cifras no se incluyen en esta sección 3.1.4., desempeñan un papel destacado en la concesión de crédito para finalidades de consumo. En el caso de estas entidades, el crecimiento del crédito para consumo ha sido más moderado, como se describe en la sección 3.2 de este capítulo.

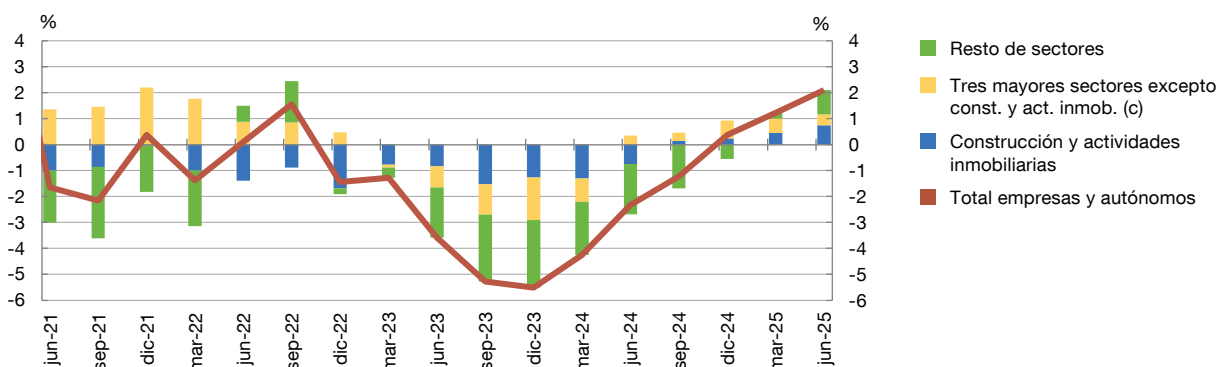
16 En junio de 2025, la construcción y las actividades inmobiliarias representaban el 20,4 % del crédito a empresas y autónomos. Excluyendo estas actividades, los tres sectores con mayor peso son comercio y reparaciones, transporte y almacenamiento, y actividades profesionales, científicas y técnicas. Conjuntamente, representaban cerca de un tercio del total. El resto de los sectores suman el 45,8 % restante.

17 Esta tasa se calcula comparando el agregado del flujo de crédito nuevo de los 12 meses hasta junio de 2025 con el de los 12 meses hasta junio de 2024, de forma que la variación del crédito nuevo se pueda comparar con la variación del saldo de crédito. Esta tasa es, por tanto, diferente a la que se muestra en el capítulo 4, donde se quiere analizar la señal más reciente (últimos trimestres) en la dinámica del crédito nuevo.

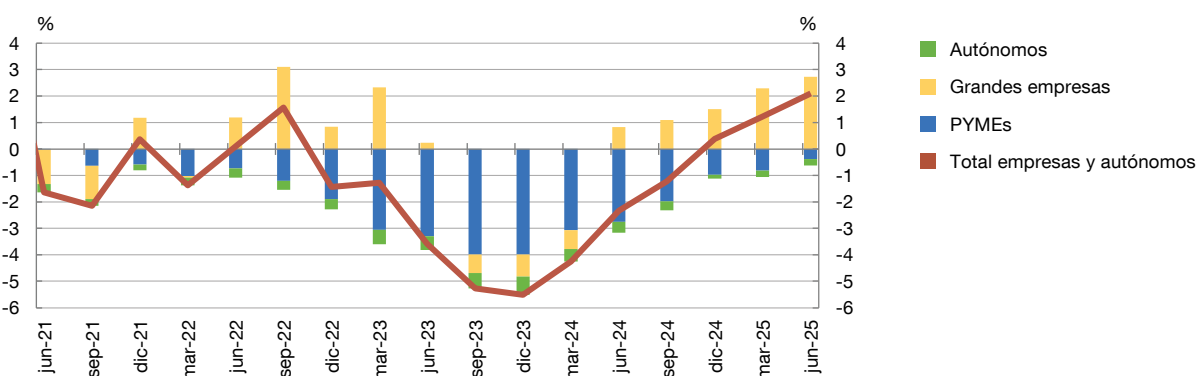
Gráfico 3.6

El crecimiento en el crédito a empresas y autónomos fue relativamente pronunciado en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias, mientras que, por tamaño, se concentró completamente en las grandes empresas

3.6.a Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a empresas y autónomos residentes en España, por sector de actividad. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



3.6.b Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a empresas y autónomos residentes en España, por tamaño de empresa. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

- a La categoría de empresas y autónomos designa a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.
b Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
c Los tres mayores sectores excluyendo a los de construcción y actividades inmobiliarias son: comercio y reparaciones, transporte y almacenamiento, y actividades profesionales, científicas y técnicas.



Sin embargo, en los últimos meses, el saldo del crédito bancario en España al sector privado residente¹⁸ ha ralentizado su crecimiento. Los indicadores de *momentum*¹⁹ del crecimiento del crédito a empresas y a hogares y autónomos se aceleraron en la primera mitad de 2025 a un ritmo superior al de otros países europeos (véase gráfico 3.7). No obstante, los datos disponibles hasta agosto muestran cierta desaceleración en el caso del crédito a empresas. Para este sector, el indicador anualizado se situó en el 1,8 % en agosto de 2025,

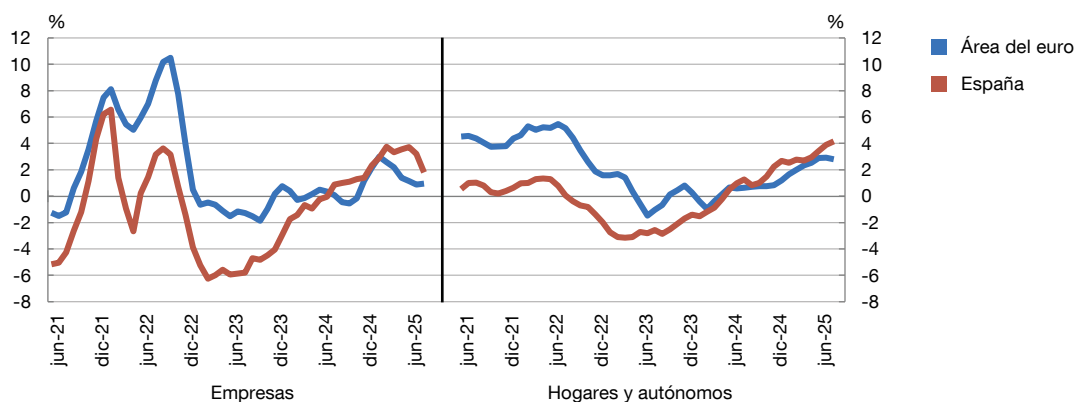
¹⁸ El sector privado residente incluye a los hogares, las empresas (no financieras), los trabajadores autónomos (también referidos como empresarios individuales) y las entidades financieras no bancarias (por ejemplo, compañía de seguros).

¹⁹ El indicador de *momentum* del crecimiento muestra la tasa de variación intertrimestral anualizada de la media móvil de tres meses del saldo desestacionalizado.

Gráfico 3.7

Los indicadores de momentum del crecimiento del crédito a empresas, hogares y autónomos muestran que España mantiene un dinamismo superior al del conjunto del área del euro, aun con la desaceleración observada en agosto en el crédito a empresas (a)

3.7.a Indicador de *momentum* del crecimiento del saldo del crédito a empresas, hogares y autónomos residentes
Datos individuales, negocio doméstico (a)



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: agosto de 2025.

a Véase nota A2.3.1.4.2 en el anejo 2.

casi 2 pp menos que su registro de junio. Por su parte, en el ámbito del crédito concedido a los hogares, el indicador se situó en el 4,2 % en la misma fecha.

El saldo de crédito a nivel consolidado con contrapartes privadas extranjeras descendió en términos interanuales, debido, en parte, a la evolución de los tipos de cambio. En junio de 2025, su tasa de variación interanual se situó en el -0,1 %, una tasa que contrasta con la observada 12 meses antes (incremento del 4,4 %). Por geografías significativas, se observó un descenso en casi todas ellas, con la excepción de Turquía²⁰. Así, en Brasil el descenso fue del 9,1 %, en EEUU del 2,8 %, en México del 2 % y en Reino Unido del 1,9 %. Una parte significativa de este comportamiento se explica por las depreciaciones, con respecto al euro, de las divisas de estas jurisdicciones²¹.

Calidad del crédito

En el primer semestre del año se aceleró el descenso de los préstamos al sector privado residente clasificados como dudosos y en vigilancia especial. El crecimiento económico y la mejora en las condiciones de financiación, que reducen la carga financiera que soportan los acreditados, han facilitado que los préstamos con problemas de pago continúen su tendencia a la baja. En concreto, los créditos dudosos experimentaron una disminución del 10,9 % entre

²⁰ En el caso de Turquía, el fuerte crecimiento del negocio en un contexto de elevada inflación, junto con cierta relajación de los tipos de referencia desde mayo, ha compensado con creces el impacto negativo derivado de la depreciación de la lira turca.

²¹ En los 12 meses entre junio de 2024 y junio de 2025, el peso mexicano se depreció un 11,7 % frente al euro, el dólar estadounidense un 8,7 %, el real brasileño un 7,1 % y la libra esterlina un 1 %.

junio de 2024 y junio de 2025. Por otro lado, el agregado de créditos en vigilancia especial²² mostró una reducción aún más pronunciada, alcanzando una caída interanual del 16,5 %.

La evolución del crédito dudoso fue a la baja en casi todos los segmentos. No obstante, en hogares repuntó en la cartera de consumo (3,2 %), mientras que se redujo en el segmento para adquisición de vivienda (16 %). En empresas, la caída fue del 9,8 %. En el caso de los préstamos en vigilancia especial, la mejora fue generalizada.

Las ratios de créditos dudosos y clasificados en vigilancia especial dentro del sector privado residente mostraron una evolución favorable en la primera mitad de 2025. Esta mejora se explica por la reducción en el volumen de crédito en ambas categorías de riesgo y por el incremento del saldo total de crédito. En junio de 2025, la ratio de créditos dudosos para el conjunto del sector privado residente se redujo 0,4 pp, hasta el 2,9 %, mejora generalizada entre entidades (véase gráfico A2.3.1.4.3 en el anejo 2). La ratio de vigilancia especial descendió hasta el 5,7 %, 1,3 pp menos que en junio de 2024 (véanse gráficos 3.8.a y 3.8.b). En los datos más recientes, correspondientes al mes de agosto, se observa la continuidad de la tendencia a la baja de la ratio de préstamos dudosos.

El saldo vivo de la cartera de préstamos con garantía pública del ICO COVID-19²³ continuó descendiendo en los últimos trimestres. El importe de estos préstamos se situó en julio de 2025 en los 29 mm de euros, tras una caída del 35,8 % con respecto al mismo mes del año anterior. Los activos dudosos de esta cartera se redujeron en un 2,3 % en el mismo período, mientras que la reducción de los préstamos clasificados en vigilancia especial lo hizo de forma mucho más importante, un 43,7 %. A pesar de este buen comportamiento, el descenso en el saldo vivo del conjunto de los préstamos con aval ICO, al que contribuye de forma mecánica el hecho de que sea una cartera cerrada (no se conceden nuevos préstamos, mientras sí que se producen amortizaciones) hizo que la ratio de aquellos en vigilancia especial solo se redujera en 2,9 pp y que la ratio de dudosos se elevara en 9,5 pp, hasta el 20,5 % y el 27,8 % respectivamente²⁴.

Las operaciones refinanciadas y reestructuradas han mantenido la trayectoria descendente observada en los últimos años, tanto en el segmento de hogares como en el de empresas²⁵.

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

23 En los [RDL 8/2020](#), [25/2020](#) y [34/2020](#) se aprobaron y regularon las líneas de avales por cuenta del Estado para empresas y autónomos, que pretendían atender las necesidades de liquidez generadas como consecuencia de las restricciones a la actividad y a la movilidad adoptadas para combatir la pandemia de COVID-19. Esta cartera de préstamos llegó a tener un importe superior a los 90 mm de euros a mediados de 2021

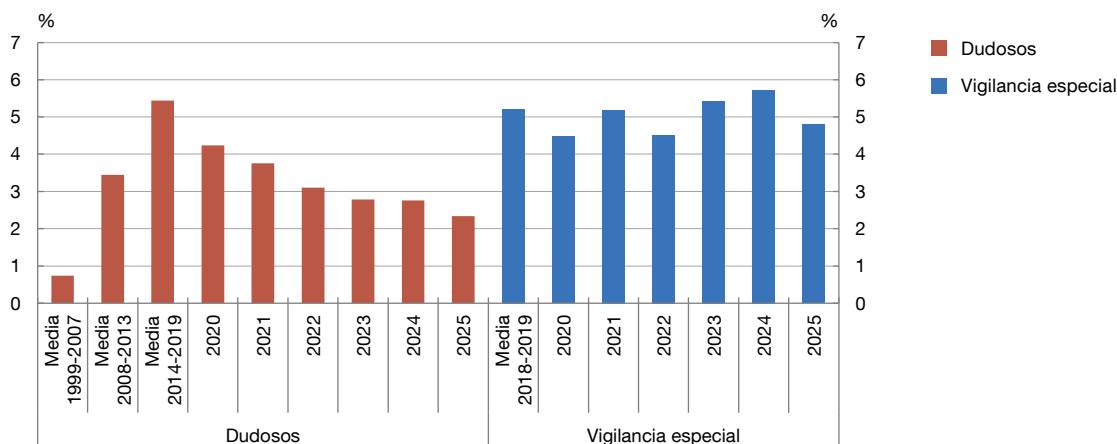
24 De haberse mantenido constante el tamaño de la cartera (denominador de la ratio) en su valor de julio de 2024, la proporción de los activos dudosos sobre el total habría descendido en 0,4 pp, hasta el 17,8 %. Bajo este mismo supuesto, la ratio de préstamos en vigilancia especial sobre el total se habría reducido en 10 pp, hasta el 13,1 %.

25 Una operación de refinanciación se concede para facilitar el cumplimiento en una o más operaciones (refinanciadas) con deudores con dificultades financieras; una operación de reestructuración es aquella en la que se modifican las condiciones contractuales para facilitar el pago de la deuda por motivos de dificultad de pago del deudor. En contraste, una operación renegociada es aquella en la que se modifican las condiciones financieras sin que el prestatario tenga dificultades financieras, y una operación renovada es la que se formaliza para sustituir a otra concedida previamente por la entidad sin que el prestatario tenga dificultades financieras.

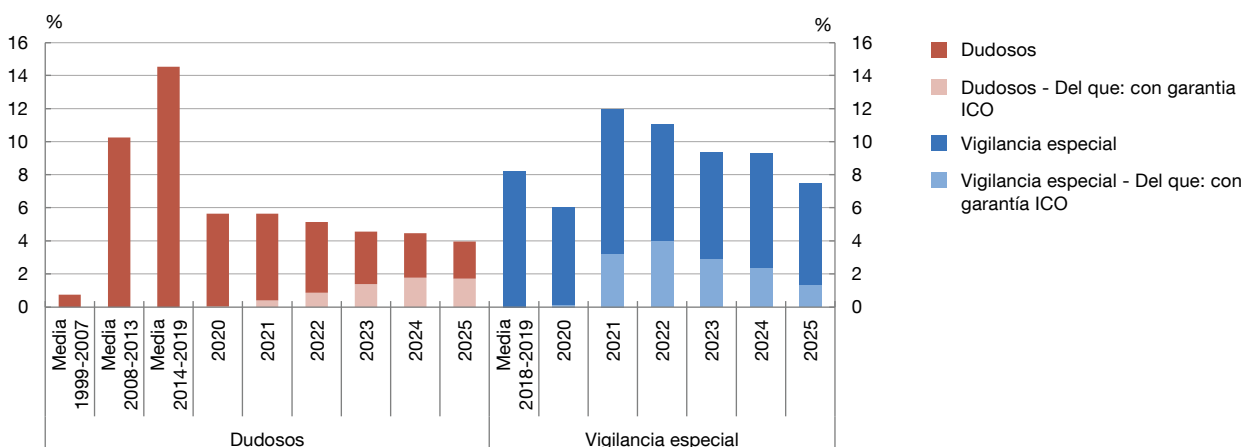
Gráfico 3.8

Las ratios de dudosos y de vigilancia especial continuaron descendiendo, tanto en los hogares como en las empresas y los autónomos

3.8.a Peso del crédito a hogares residentes en España en situación dudosa y de vigilancia especial. Junio de cada año
Datos individuales de los negocios en España (a)



3.8.b Peso del crédito a empresas y autónomos residentes en España en situación dudosa y de vigilancia especial
Junio de cada año. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.

b Las cifras correspondientes a empresas y autónomos se corresponden con los datos declarados para sociedades no financieras y empresarios individuales. En colores claros se muestra la contribución a la ratio de los créditos a sociedades no financieras y empresarios individuales con garantía ICO.



En concreto, del saldo de préstamos concedidos a los hogares a junio de 2024, un 0,2 % fue objeto de refinanciación o reestructuración entre ese mes y junio de 2025. En el caso de las empresas, esta proporción se situó en el 0,5 %. Estos valores se sitúan ligeramente por debajo de los registrados en años recientes y muestran una reducción significativa respecto al período comprendido entre junio de 2020 y junio de 2022, en el que se registraron tasas en el entorno del 0,3 % al 0,5 % para los hogares y del 0,9 % al 1,9 % para las empresas.

Por otro lado, se aprecia cierto repunte en el flujo de renegociaciones y renovaciones en el crédito a empresas y autónomos. Estas son operaciones de modificación de

condiciones con deudores sin señales de dificultad financiera, y alcanzaron en los 12 meses hasta junio de 2025 el 15 % del saldo existente en el mismo mes del año pasado. Esta evolución prolonga la tendencia creciente observada en años anteriores, en un contexto marcado por variaciones en los niveles de los tipos de interés (véase gráfico A2.3.1.4.4 en el anejo 2).

La calidad de los préstamos de las entidades españolas a contrapartes extranjeras, a nivel consolidado, se mantuvo estable entre junio de 2024 y junio de 2025, con algo de heterogeneidad entre jurisdicciones. Para el conjunto del negocio extranjero, la ratio de dudosos se situó en el 3 % en junio de 2025, una décima menos que un año antes. Se observó un repunte moderado en la ratio de dudosos de Brasil (1,6 pp, hasta el 8,9 %) y uno menor en Turquía (0,4 pp, hasta el 4,6 %), mientras que en el resto de las principales jurisdicciones se observó una ratio similar a la del año anterior.

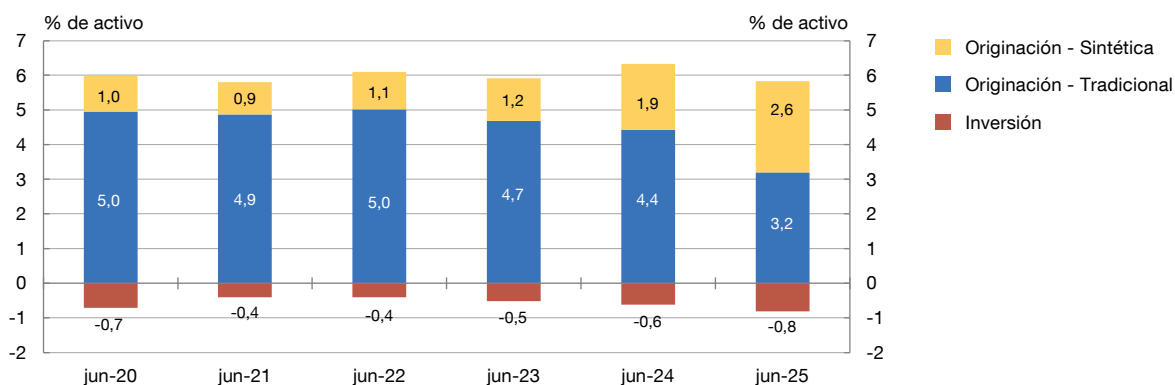
Titulizaciones

El saldo vivo de las titulizaciones originadas por los bancos españoles en España y en el extranjero ha mostrado una evolución estable en los últimos años, con un peso creciente de las titulizaciones sintéticas. En junio de 2025, el saldo vivo de las titulizaciones originadas ascendió a 230 mil millones de euros, una cifra equiparable al promedio del período 2020–2024 (231 mil millones). En esa misma fecha, la ratio del saldo vivo de las titulizaciones originadas sobre el activo total consolidado de las entidades bancarias que actúan como originadoras o inversoras en estos instrumentos financieros se situó en el 5,8 %, cifra similar al promedio registrado entre 2020 y 2024 (6 %) (véase gráfico 3.9). El peso de las titulizaciones sintéticas sobre el total originado ha aumentado desde el 17 % en 2020 hasta el 45 % en junio de 2025, representando un 2,6 % del activo consolidado. Por su parte, la ratio del saldo vivo

Gráfico 3.9

El peso de la actividad de titulación se ha mantenido estable en los últimos años en relación con el balance consolidado, con un creciente peso relativo de las titulizaciones sintéticas

3.9.a Ratio del saldo vivo de originación, distinguiendo entre titulizaciones sintéticas y tradicionales, e inversión en titulizaciones sobre el activo total consolidado (a)



FUENTE: Banco de España.

a Véase nota A2.3.1.4.6 en el anejo 2.

de la inversión en titulizaciones sobre el activo total consolidado apenas alcanzó el 0,8 % en junio de 2025. Finalmente, dentro del grupo de entidades originadoras, la ratio del importe de las nuevas operaciones de originación respaldadas por préstamos generados en España sobre las nuevas operaciones de crédito a hogares y empresas en España alcanzó el 11 % en junio de 2025, lo que supone un incremento de 1,3 pp respecto a junio de 2024 (véase el gráfico A2.3.1.4.5 del anejo 2).

3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez

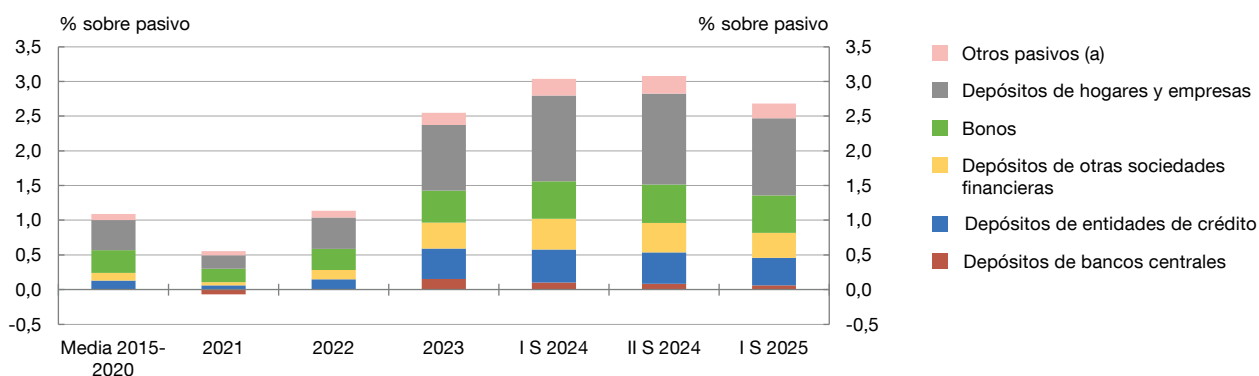
Coste del pasivo

En el primer semestre de 2025, los menores tipos de interés de referencia se trasladaron al coste medio del pasivo, si bien dicha traslación no fue completa. El coste medio del pasivo se redujo hasta el 2,7 % en términos anualizados, frente al 3,1 % del semestre previo (véase gráfico 3.10.a). La principal contribución a este descenso provino de los depósitos de

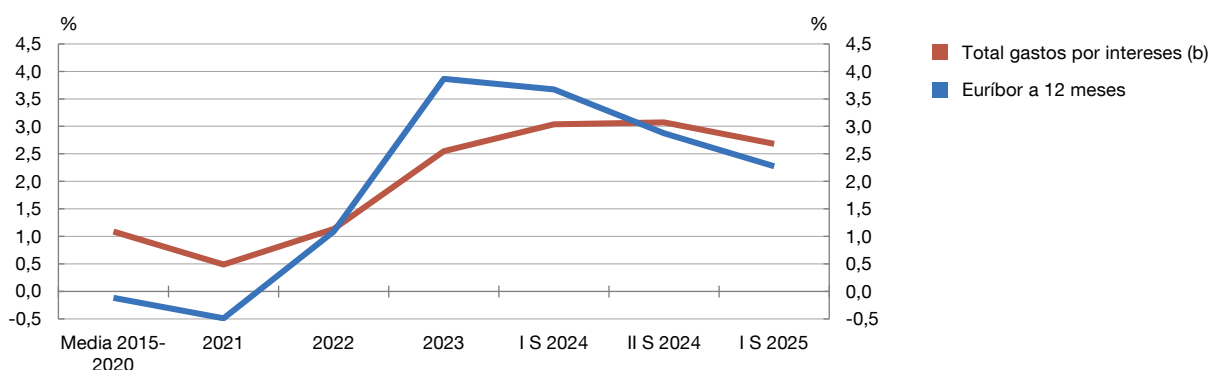
Gráfico 3.10

La caída de los tipos de interés de referencia propició una reducción del coste medio del pasivo en el primer semestre de 2025

3.10.a Gastos por intereses sobre pasivo. Datos consolidados



3.10.b Gastos por intereses sobre pasivo y euríbor a 12 meses. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a Incluye intereses pagados por los depósitos de las Administraciones Públicas y otros gastos por intereses asociados a otros pasivos financieros y a otros pasivos.

b Expresado como porcentaje sobre el pasivo total. Excluye gastos asociados a derivados por coberturas de tipos de interés.



hogares y empresas, apoyada en particular por su descenso en el negocio en España (véase gráfico A2.3.1.5.1 en el anejo 2). El menor coste de la financiación interbancaria y de otras sociedades financieras favoreció también la caída de coste medio del pasivo. No obstante, la traslación de los menores tipos de interés de referencia no fue completa y el coste medio del pasivo descendió menos que aquellos (véase gráfico 3.10.b). Este ajuste parcial a las variaciones en los tipos de mercado de referencia, que ocurre tanto al alza como a la baja, refleja la estructura de financiación con un peso minorista elevado.

El coste medio de la nueva deuda emitida por los bancos españoles se mantuvo estable en el primer semestre de 2025. El descenso de los tipos de interés de referencia libres de riesgo permitió esta estabilidad, compensando el impulso al alza asociado a otros factores de mercado y al grado de subordinación y vencimiento de las nuevas emisiones (véase gráfico A2.3.1.5.2 en el anejo 2). En el caso de la deuda sénior no garantizada y de la deuda sénior no preferente (SNP), el diferencial del coste de emisión de los bancos españoles respecto al bono soberano descendió y pasó a situarse en línea, o incluso por debajo, del diferencial medio de otros bancos europeos (véanse gráficos A2.3.1.5.3 y A2.3.1.5.4 en el anejo 2).

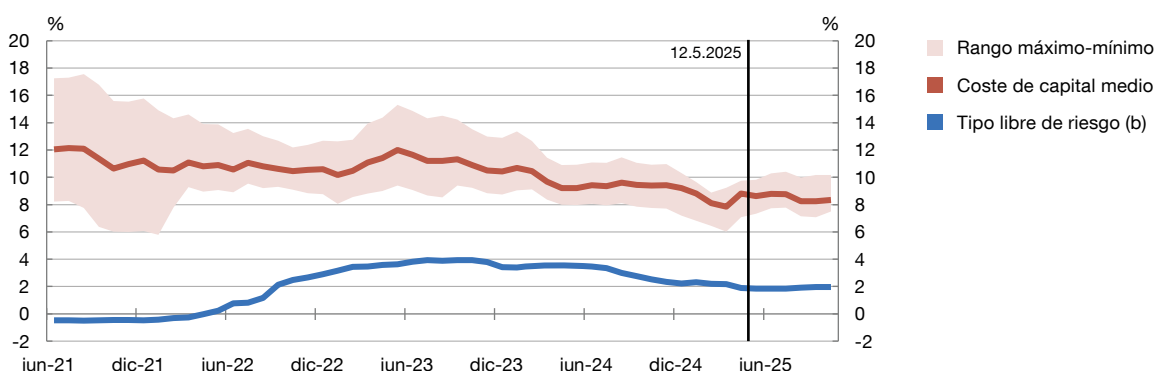
Coste de capital

El coste de capital de las entidades españolas se ha mantenido estable desde mayo, en valores históricamente moderados. Este coste ha descendido para los bancos españoles en torno a 0,4 pp desde la publicación del último IEF, situándose a fecha de cierre de datos entre el 7,5 % y el 10,2 %, en función del método de estimación. El nivel actual es

Gráfico 3.11

El coste de capital se ha mantenido relativamente estable desde mayo de 2025

3.11.a Coste de capital de los principales bancos cotizados españoles (a)



FUENTES: Banco de España, Refinitiv Eikon, Datastream y Consensus Economics. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último Informe de Estabilidad Financiera. Última observación: 29 de octubre de 2025.

- a El promedio y el rango máximo-mínimo del coste de capital están basados en cuatro modelos de descuento de dividendos; Ohlson y Juettner-Nauroth (2005), Ohlson y Juettner-Nauroth (2005) simplificado y Fuller-Hsia (1984), Altavilla et al. (2021)). Véase Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera* - Banco de España, 46, pp. 25-48.
- b Como tipo de libre de riesgo se utiliza el tipo OIS (*Overnight index swap*) en euros a un año.

reducido en términos históricos e inferior al observado en diciembre de 2024 (véase gráfico 3.11)²⁶. El rango de estimaciones del coste de capital se sitúa por debajo del ROE del sistema bancario español (14,6 % en junio de 2025, véase sección 3.1.1).

Liquidez

La posición de liquidez de los bancos españoles se mantiene ampliamente por encima del umbral exigido. La ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) del conjunto de bancos españoles se situó en el 174,4 % en septiembre de 2025, frente al 181,4 % alcanzado un año antes. A pesar del descenso de la ratio LCR, generalizado entre la mayoría de los bancos, su nivel es muy superior al mínimo regulatorio del 100 % y se mantiene algo por encima de la LCR media de los principales bancos europeos²⁷.

La financiación estable del sector bancario español también se sitúa en niveles holgados. La ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés), que mide la capacidad de financiación a más largo plazo, se situó en el 135,3 % en junio de 2025, 4,2 pp por encima del nivel mostrado un año antes. También en este caso, la ratio para el conjunto de entidades españolas se sitúa en una posición holgada y superior al valor de esta ratio a nivel europeo²⁸.

El riesgo de financiación en las principales divisas en que operan los bancos españoles es contenido y, en el caso del dólar, inferior al de otros sistemas europeos comparables. Las ratios LCR y NSFR pueden calcularse también por divisa para aquellas divisas relevantes para la operativa de la entidad. En el caso del agregado de las entidades españolas, ambas ratios superaban el umbral del 100 % en todas las divisas relevantes, lo que reduce el riesgo de financiación en dichas monedas. Por su parte, el riesgo en la financiación en dólares estadounidenses de las entidades bancarias españolas (vía transfronteriza o a través de la actividad local fuera de EEUU²⁹) es inferior al observado en otros bancos europeos. De acuerdo con los datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés), en junio de 2025 el 9,7 % de los pasivos financieros de los bancos españoles correspondían a pasivos denominados en dólares en actividades transfronterizas o locales fuera de EEUU, frente al 13 % de las entidades alemanas o el 16,3% de las francesas (véase gráfico 3.12).

26 El coste de capital es el rendimiento que los inversores demandan para adquirir las acciones de una empresa. Es una magnitud no observada, cuya estimación está sujeta a una importante incertidumbre. El valor mostrado se calcula como el promedio ponderado de la estimación para los principales bancos cotizados españoles, y se presenta el valor medio y el rango máximo mínimo entre cuatro modelos de descuento de dividendos. Véase Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, pp. 25-48.

27 Según los datos de la EBA, los principales bancos españoles mantenían en junio de 2025 una ratio LCR del 164,9 %, frente a una media del 161,6 % para el conjunto de bancos europeos.

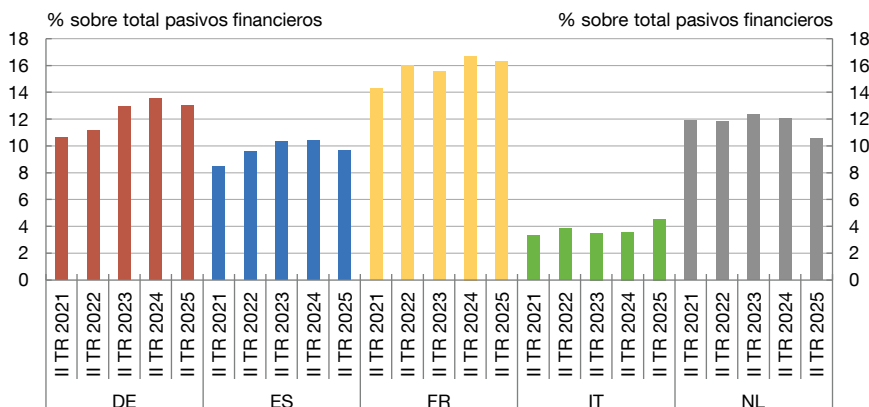
28 Según los datos de la EBA, frente a una ratio NSFR media europea del 127,2 % en junio de 2025, los principales bancos españoles presentaban una NSFR media del 133,2 % en esta fecha.

29 La financiación en dólares obtenida por las filiales en EEUU en su actividad minorista se compone mayoritariamente de depósitos locales, más estables y menos expuestos a tensiones externas que la financiación procedente de la actividad transfronteriza, o de la operativa con dólares en el negocio local de países distintos de EEUU.

Gráfico 3.12

Los bancos españoles están menos expuestos a la financiación en dólares por vía transfronteriza y en actividad local fuera de EEUU que la mayoría de otros sistemas bancarios europeos comparables

3.12 Comparativa europea del porcentaje de financiación en dólares en la actividad transfronteriza y local en moneda extranjera (a)



FUENTE: Banco de Pagos Internacionales. Última observación: junio de 2025.

a Los datos utilizados, procedentes del BIS Locational Statistics, agregan los pasivos de entidades bancarias individuales a nivel de grupo consolidado. Incluyen así operaciones intragrupo. La financiación en dólares se compone de la financiación transfronteriza en esta moneda y la financiación obtenida a través de la actividad local de las entidades excluyendo la actividad local en EEUU.

3.2 Sector financiero no bancario

Evolución del conjunto del sector financiero no bancario

El dinamismo del sector financiero no bancario (SFNB) ha contribuido de manera notable a lo largo de la última década al crecimiento del activo financiero, tanto de España como del conjunto del área del euro. Entre 2015 y 2020, el SFNB fue responsable de la mayor parte del crecimiento del activo financiero en ambas jurisdicciones (véase gráfico 3.13.a). En el conjunto del área del euro, la evolución en la segunda mitad de la década ha sido similar a la observada en la primera. En contraste, la contribución del SFNB al crecimiento del activo financiero en España entre 2020 y el segundo trimestre de 2025 fue algo inferior a la del sector bancario. Como resultado de estas dinámicas, al final del segundo trimestre de 2025, el SFNB supone el 34,1 % del activo financiero total en España —casi 3 pp más que en 2015—, mientras que en el área del euro su peso es del 59,7 % (véase gráfico 3.13.b)³⁰.

Los fondos de inversión han desempeñado un papel destacado en esta expansión. Esto ha sido así tanto en España como en el conjunto del área del euro³¹, y tanto en la primera como en la segunda mitad de la década. A nivel nacional, los fondos de inversión han tenido una participación más relevante entre 2020 y 2025, concentrando prácticamente todo el

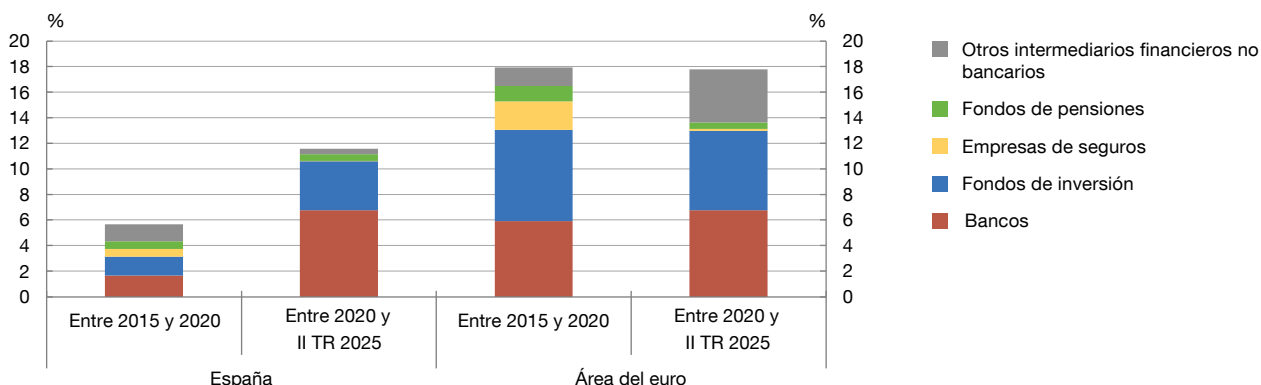
³⁰ El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) también documenta la expansión del SFNB a nivel global. Para más detalle véase Consejo de Estabilidad Financiera (2024) *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*.

³¹ Desde finales de 2015, el total de activos gestionados por los fondos de inversión ha aumentado un 79,9 % en España y un 92,7 % en el área del euro.

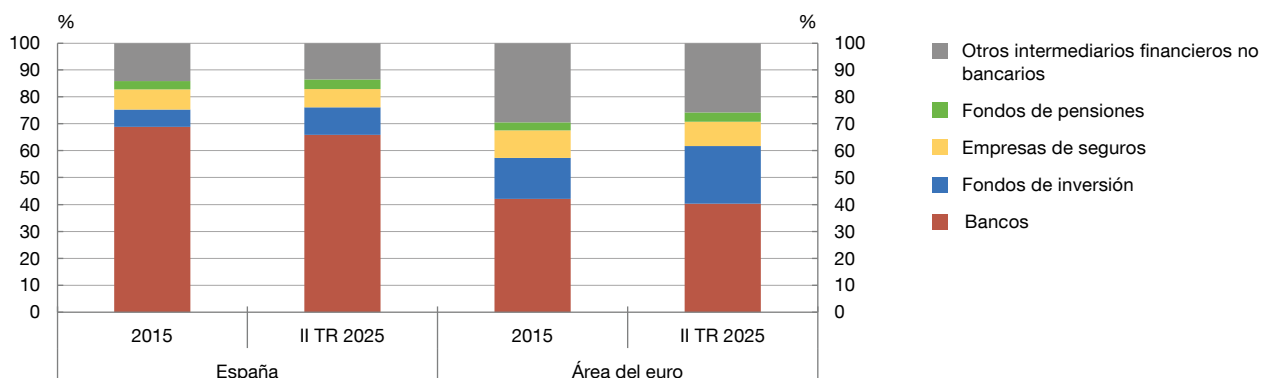
Gráfico 3.13

El SFNB ha contribuido a lo largo de la última década de manera notable al crecimiento del activo financiero tanto en España como en el conjunto del área del euro, aunque sigue concentrando una fracción del activo total mucho menor en España

3.13.a Contribución de cada sector al crecimiento del activo financiero en España y en el área del euro. Datos a nivel no consolidado (a) (b)



3.13.b Peso de los sectores financieros bancario y no bancario sobre el activo total de ambos sectores en España y en el área del euro. Datos a nivel no consolidado (a) (b)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: junio de 2025.

a Véase nota A2.3.2.1 en el anejo 2.

b Véase gráfico A2.3.2.2 en el anejo 2 para más información sobre la composición del sector de otros intermediarios financieros no bancarios.



crecimiento del SFNB. En el conjunto del área del euro, su contribución al crecimiento del SFNB ha sido más homogénea entre 2015-2020 y 2020-2025. El resto de los sectores no bancarios también ha contribuido significativamente a la expansión del SFNB.

A nivel global se han identificado posibles riesgos asociados a la liquidez y apalancamiento de algunos intermediarios del SFNB. Estos factores podrían amplificar el impacto de perturbaciones sobre las condiciones y la disponibilidad de financiación. El FSB ha publicado una serie de informes y recomendaciones orientados a una mejor gestión de estos riesgos en el SFNB³².

³² Véanse, por ejemplo, los informes *Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls* y *Leverage in Nonbank Financial Intermediation*.

El activo total de los fondos de inversión españoles continuó aumentando en la primera mitad de 2025. Así, creció un 5,7 % durante este período. Esta tendencia expansiva también se observó en el conjunto del área del euro, pero fue menos intensa, con un crecimiento del 1,3 %.

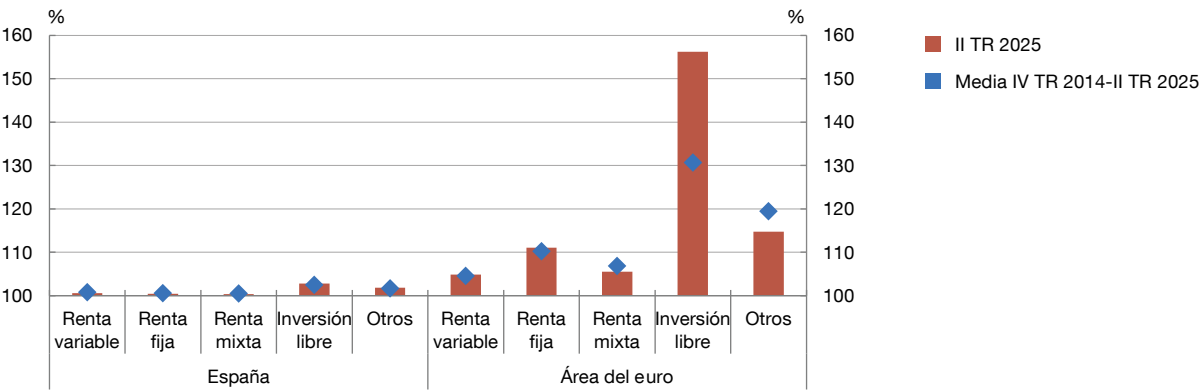
En el primer semestre de 2025, los activos de los fondos de renta variable españoles apenas registraron crecimiento, mientras que los fondos de renta fija y mixtos acumularon un incremento en el volumen de activos gestionados. En concreto, el valor del activo gestionado por los fondos de renta fija y mixtos aumentó en un 5,8 % y un 3,4 %, respectivamente. Tras estos desarrollos, el sector de fondos de inversión en España sigue estando liderado por los fondos de renta fija, que concentran el 39 % del total de activos, frente al 22,1 % en el área del euro. En contraste, los fondos de renta variable representan únicamente el 14,6 % del mercado español, mientras que en el conjunto del área del euro constituyen la categoría predominante, con un 34,7 % del total.

Los fondos de inversión domiciliados en España presentan, en general, niveles de apalancamiento reducidos e inferiores a los del área del euro. La ratio de apalancamiento³³ se sitúa cerca del 100 %, lo que refleja un endeudamiento prácticamente nulo en estos vehículos de inversión (véase gráfico 3.14)³⁴. Esta característica distingue al mercado español frente al

Gráfico 3.14

El apalancamiento de los fondos de inversión españoles es reducido e inferior a los fondos comparables del área del euro

3.14.a Apalancamiento por perfil de inversión. España y área del euro. (a) (b)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a, b Véase nota A2.3.2.3 en el anejo 2.

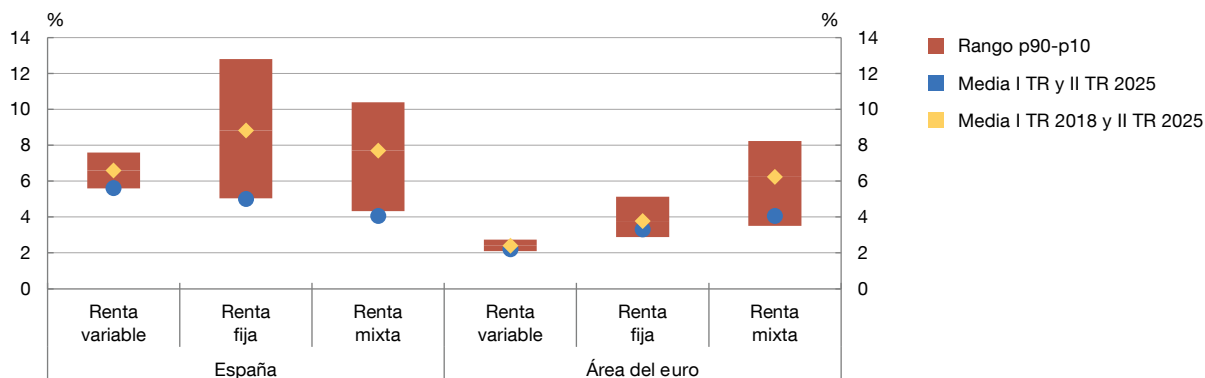
³³ La ratio de apalancamiento se define como el cociente entre los activos totales gestionados por los fondos de inversión y el valor de las participaciones emitidas.

³⁴ También se puede acumular apalancamiento adicional mediante la exposición a derivados. En cualquier caso, la ratio de apalancamiento de los fondos domiciliados en España a finales de 2024 era reducida incluso considerando esta exposición: 110,5 % en los fondos de renta fija, 114,3 % en los de renta variable y 119,7 % en los mixtos.

Gráfico 3.15

Los fondos de inversión españoles presentaban en junio de 2025 niveles de liquidez inferiores a los de años previos, si bien por encima de los del conjunto del área del euro

3.15.a Ratio de liquidez por perfil de inversión entre el I TR 2018 y el II TR 2025. España y área del euro (a) (b)



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Lipper Refinitiv for Asset Management. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a, b Véase nota A2.3.2.4 en el anejo 2.

conjunto del área del euro, donde todas las categorías de fondos (por perfil inversor) muestran un mayor grado de apalancamiento. Esta diferencia es particularmente visible en la categoría de fondos de inversión libre (*hedge funds*), con ratios del 102,8 % en España, frente al 156,2 % en el área del euro, en el segundo trimestre de 2025³⁵. Este perfil confiere al sector de fondos de inversión domiciliados en España cierta resiliencia frente a eventuales perturbaciones de mercado y limita su capacidad para transmitir tensiones hacia otros mercados o intermediarios financieros. No obstante, por su propia naturaleza, correcciones abruptas y marcadas de los mercados afectarían negativamente a su patrimonio y podrían elevar las salidas de fondos de partícipes.

Los fondos de inversión españoles presentan niveles de liquidez inferiores a los de años previos en todos los perfiles de inversión, si bien son superiores a los de los fondos del conjunto del área del euro. En España, en los dos primeros trimestres de 2025, las ratios medias de liquidez se situaron en el 5,6 % para los fondos de renta variable, el 5 % para los de renta fija y el 4 % para los mixtos (véase gráfico 3.15)³⁶. Estos valores son superiores a los observados en los fondos domiciliados en el área del euro, que se situaron en el 2,2 %, el 3,3 % y el 4 %, respectivamente, para las mismas categorías. En los fondos españoles, la

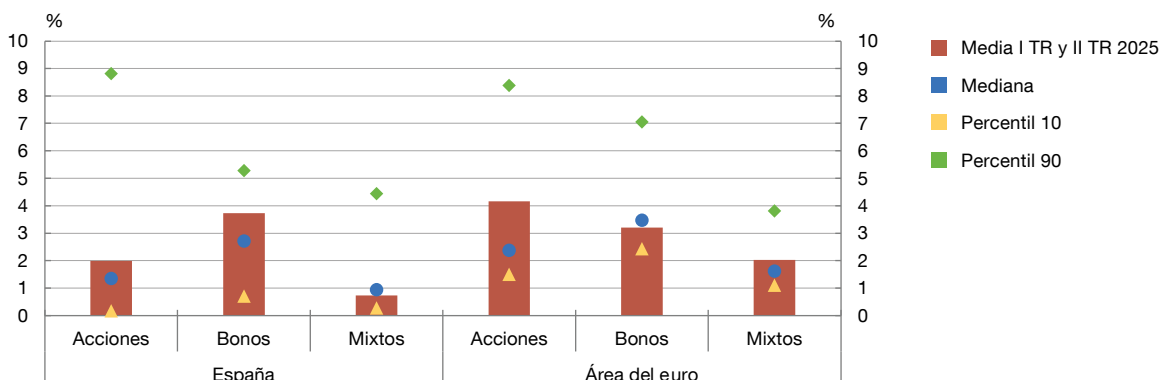
³⁵ El peso de los *hedge funds* dentro del sector es, en todo caso, limitado: representan únicamente el 1,6 % del total de fondos en España y el 2,2 % en el conjunto del área del euro.

³⁶ La ratio de liquidez se define como el cociente entre la proporción de depósitos y tesorería sobre el total de activos gestionados. Se trata de una definición restrictiva de liquidez, ya que los fondos también disponen de otros activos de alta calidad, como las tenencias de deuda pública denominada en euros, fácilmente convertibles. Esta medida permite comparar históricamente la liquidez con la de los fondos de la UEM según distintos perfiles de inversión. No obstante, existen métricas alternativas más amplias para las que solo se dispone de información de los fondos domiciliados en España. Por ejemplo, la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) de nivel 1 —que además de tesorería y depósitos incluye deuda pública de alta calidad— se situaba en diciembre de 2024 en el 38,1 % para los fondos de renta fija, el 8,92 % para los de renta variable y el 20,6 % para los mixtos.

Gráfico 3.16

El porcentaje de activos potencialmente afectados por reembolsos elevados es bajo con respecto a los valores observados desde 2013

3.16.a Activos potencialmente afectados por reembolsos elevados por perfil de inversión. España y área del euro (a) (b)



FUENTE: Refinitiv Lipper for Asset Management.

a, b Véase nota A2.3.2.5 en el anejo 2.

reducción de la ratio de liquidez hasta marzo de 2025 ha sido más pronunciada en los de renta fija y mixtos (3, 8 y 3,7 pp menos que la media entre 2018 y 2025, respectivamente) que en los de renta variable, donde la caída ha sido más moderada (1 pp respecto de la media en ese período). En cualquier caso, estos menores niveles de las ratios de liquidez no constituyen necesariamente un factor de riesgo elevado. Por una parte, este descenso se vería influenciado por la implementación de nuevas herramientas de gestión de liquidez³⁷ y, por otra, una valoración completa requiere examinar el riesgo de liquidación, como se hace a continuación.

El riesgo de liquidación de activos por los fondos debido a posibles reembolsos elevados de los partícipes se encuentra en un nivel bajo con respecto a los valores observados durante la última década. Así, en los dos primeros trimestres de 2025, el porcentaje de activos potencialmente afectados por reembolsos anormalmente elevados³⁸ ascendía al 2 % de los activos totales de los fondos de renta variable, al 3,7 % de los de renta fija y al 0,7 % de los mixtos (véase gráfico 3.16). Este porcentaje era ligeramente superior en el caso de los fondos domiciliados en el área del euro (4,2 %, 3,2 % y 2 %, respectivamente). No obstante, tanto en España como en

³⁷ Estos desarrollos podrían haberse visto influidos por la implementación de nuevas herramientas de gestión de liquidez como el *swing pricing*. Esta herramienta permite a las gestoras de fondos aplicar un ajuste al valor liquidativo del fondo —conocido como *swing price factor*— en situaciones de estrés, penalizando a los partícipes que venden sus participaciones en esos momentos. Esta medida protege a los inversores que permanecen en el fondo, al evitar su dilución, y reduce indirectamente la presión de liquidez al desincentivar los reembolsos en escenarios adversos y con ello la necesidad de mantener niveles elevados de liquidez.

³⁸ Un fondo está potencialmente afectado por reembolsos anormalmente elevados cuando su ratio de flujos netos de capital sobre el total de activos se encuentra por debajo del percentil 10 de la distribución histórica (IV TR 2013 – II TR 2025) de los fondos con el mismo perfil de inversión. De entre esos fondos, se considera que los activos afectados por reembolsos elevados son aquellos equivalentes a la proporción de flujos netos negativos que supera el percentil 10 histórico. Por ejemplo, si un fondo registra flujos netos equivalentes al –10 % de su total de activos, y el percentil 10 histórico se sitúa en el –5 %, entonces se estima que el 5 % de sus activos están potencialmente afectados por reembolsos elevados.

la UEM, el porcentaje de activos que podrían verse afectados por reembolsos anormalmente elevados se mantiene muy por debajo de los niveles registrados entre 2013 y 2025. En cualquier caso, conviene tener presente que esta hipotética liquidación de activos por parte de los fondos, en un escenario de crisis, representa un riesgo sistémico potencial. Estas ventas de activos, no solo por fondos españoles sino también europeos y globales, presionarían a la baja los precios de los mismos y podrían afectar a otras entidades financieras que los tuvieran en sus carteras.

Fondos de pensiones

Las prestaciones continuaron superando las aportaciones brutas en los fondos de pensiones españoles en junio de 2025, si bien esta diferencia se redujo en un 20 % interanual³⁹. Las aportaciones brutas se incrementaron en junio de 2025 con respecto al mismo mes del año anterior en un 1,2 %, a pesar de los menores incentivos fiscales existentes desde 2021⁴⁰. Por su parte, las prestaciones se redujeron en casi un 5,7 %. Además, el activo total de los planes de pensiones se incrementó en cerca de un 3 % interanual hasta junio de 2025 debido principalmente a la revalorización de los mercados, que compensó las aportaciones netas negativas.

Por otra parte, la rentabilidad a corto plazo se ha reducido de forma notable, revirtiéndose la tendencia alcista iniciada a finales de 2022. La rentabilidad a un año se situó en junio de 2025 en el 4,4 %, mientras que en junio de 2024 alcanzaba el 8,4 %. La rentabilidad a largo plazo (a 25 años) ha experimentado un descenso más leve, pasando del 2,3 % en junio de 2024 al 2,2 % en junio de 2025⁴¹. La materialización del riesgo de correcciones en los mercados financieros llevaría a un deterioro adicional de la rentabilidad del sector y afectaría negativamente su patrimonio.

Empresas de seguros

El volumen de primas del sector asegurador español registró un aumento interanual del 12,2 % en el segundo trimestre de 2025, impulsado principalmente por el dinamismo del negocio de vida. En concreto, las primas del negocio de vida crecieron un 18,2 % respecto a junio de 2024⁴², mientras que las del negocio de no vida aumentaron un 8 %. Esta evolución ha ido acompañada de un aumento en el peso relativo del negocio de vida sobre el total de primas emitidas, que pasó del 40,6 % en junio de 2024 al 42,8 % en el mismo mes de 2025. Este

³⁹ Las aportaciones netas a un fondo de pensiones se calculan obteniendo la diferencia entre las aportaciones brutas y las prestaciones.

⁴⁰ El límite máximo desgravable en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) por las aportaciones de los trabajadores a planes de pensiones pasó de 8.000 euros anuales en 2020 a 2.000 en 2021 y a 1.500 en 2022 [véase artículo 59(2) de los [Presupuestos Generales del Estado para 2022](#)].

⁴¹ La rentabilidad a corto y a largo plazo hace referencia al horizonte sobre el que se mide la revalorización anual media de los fondos de pensiones.

⁴² Este repunte de las primas del negocio de vida se ha visto favorecido por la bajada de los tipos de interés, que ha impulsado la expansión general del crédito, buena parte del cual está vinculado a seguros de vida riesgo.

comportamiento contrasta con el descenso en el volumen de primas registrado tanto en el negocio de vida como en el conjunto del sector asegurador a lo largo de 2024. Por su parte, el activo total del sector había crecido un 4,9 % en términos interanuales al final del segundo trimestre de 2025.

En términos de rentabilidad, el sector asegurador ha continuado mostrando una mejora gradual, mientras que su solvencia se ha mantenido estable. La tasa de retorno se situó en el 8,2 % al cierre del segundo trimestre de 2025, lo que supone un incremento de en torno a 1 pp respecto al mismo período de 2024 y afianza la senda de crecimiento iniciada en 2023. Por su parte, la ratio entre los fondos propios admisibles y el capital obligatorio para propósitos de solvencia (SCR, por sus siglas en inglés) se mantuvo estable en niveles elevados, alcanzando el 239,9 % en el segundo trimestre de 2025, tan solo 2 pp por debajo de lo registrado al cierre de 2024 y en línea con la estabilidad observada a lo largo de la última década.

Establecimientos financieros de crédito

En un contexto de expansión del crédito al consumo, los establecimientos financieros de crédito (EFC) mostraron un descenso en dicho segmento en el primer semestre de 2025. En este período, la caída alcanzó el 3,2 %, si bien la tasa de variación interanual se mantenía en un valor positivo del 2,3 % en junio de este año. Esta evolución se ha traducido en una reducción de su cuota de mercado en el conjunto del crédito al consumo proporcionado por EFC y bancos (1,2 pp desde diciembre pasado, hasta el 18,9 %)⁴³. El crédito al consumo también ha perdido peso en el volumen total de crédito concedido por los EFC (0,4 pp en los últimos seis meses, hasta el 45,2 %).

En cuanto a la calidad del crédito al consumo concedido por los EFC, la ratio de dudosos se ha elevado ligeramente en el primer semestre del año. Así, se ha situado en el 3,7 % tras aumentar dos décimas, todavía por debajo de la ratio del sector bancario en este segmento de producto (4,1 %). También se encuentra por debajo de la ratio de dudosos del total de la cartera de crédito de los EFC (5,4 %), pese a que esta última registrara un descenso semestral de dos décimas. Por su parte, la ratio de los créditos al consumo de los EFC en vigilancia especial se elevó 0,2 pp desde diciembre de 2024, hasta el 6,4 % (en el conjunto de las entidades bancarias se situó en el 6,6 %, tras reducirse 0,7 pp).

3.3 Interconexiones sistémicas

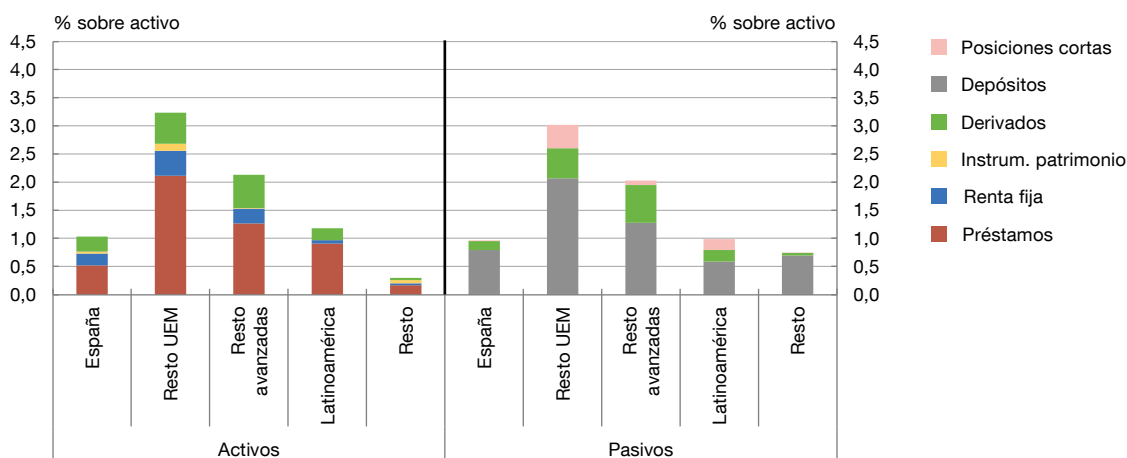
Las interconexiones interbancarias de los principales bancos españoles están equilibradas a nivel global entre activos y pasivos. En conjunto, la financiación concedida por parte de los bancos españoles a otras entidades de crédito suponía un 7,9 % de su activo

⁴³ En el período de referencia no se han producido bajas de entidades por fusiones o absorciones por parte de entidades del sector bancario.

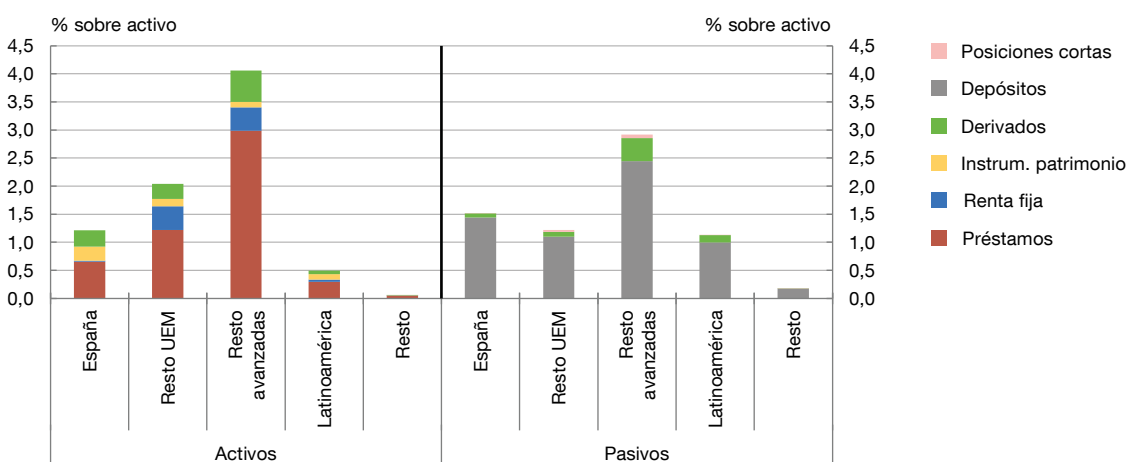
Gráfico 3.17

Las interconexiones con el sector financiero suponen en torno a un 15 % del activo consolidado de los principales bancos españoles y se concentran fundamentalmente en la UEM y en otras economías avanzadas

3.17.a Exposición de las entidades españolas a entidades de crédito por residencia de la contraparte. Junio de 2025.
Datos consolidados. Entidades significativas (a)



3.17.b Exposición de las entidades españolas a otras sociedades financieras por residencia de la contraparte. Junio de 2025.
Datos consolidados. Entidades significativas (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a Datos para las ocho entidades significativas que reportan el estado de desglose geográfico de los pasivos por residencia de la contraparte. En junio de 2025, el activo de las entidades que reportan este estado representaba un 97 % del activo del conjunto de entidades significativas.



total en junio de 2025. Esta financiación se articula mayoritariamente en forma de préstamos interbancarios, principalmente con contrapartes de la UEM y, en menor medida, también de otras economías avanzadas o latinoamericanas. Por su parte, los pasivos financieros con otras entidades de crédito suponían un 7,7 % del activo al cierre del primer semestre de 2025. De forma simétrica a la financiación concedida, la financiación recibida se canaliza principalmente a través de préstamos interbancarios, con un perfil geográfico de las contrapartes similar al observado por el lado del activo (véase gráfico 3.17.a).

Las interconexiones con el SFNB a nivel global son superiores por el lado del activo que del pasivo y están más concentradas en contrapartes domiciliadas fuera del área del euro. En junio de 2025, la financiación concedida a intermediarios del SFNB, fundamentalmente a través de préstamos, suponía un 7,9% del conjunto del activo de los principales bancos españoles. Más de la mitad de esta financiación se dirigía a contrapartes domiciliadas en economías avanzadas fuera del área del euro, en su mayoría en EEUU y Reino Unido. La financiación recibida, principalmente a través de depósitos, representaba un 7 % del activo. En este caso, el perfil geográfico de las contrapartes se encontraba algo menos concentrado en otras economías avanzadas, en favor de contrapartes españolas y de países latinoamericanos (véase gráfico 3.17.b).

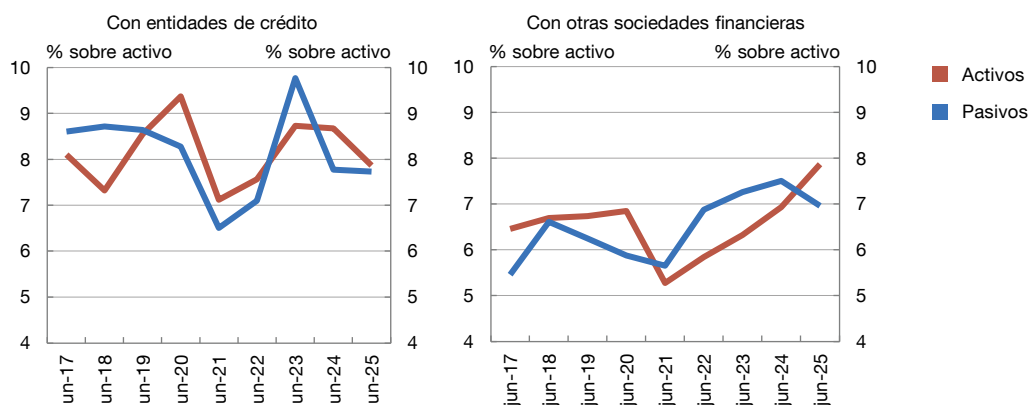
Las interconexiones interbancarias a nivel global de los bancos españoles se mantienen en niveles similares a los de 2017. En términos interanuales hasta junio de 2025, el pasivo interbancario se ha mantenido estable, mientras que las posiciones interbancarias en el activo han registrado un ligero descenso de 0,8 pp de su peso sobre el total activo consolidado. A lo largo de los últimos años, la actividad interbancaria ha mostrado cierta volatilidad, influida tanto por los programas de provisión de liquidez implementados por los bancos centrales como por las decisiones estándar de política monetaria.

Por su parte, se ha incrementado la actividad con otros intermediarios financieros. Las interconexiones con intermediarios del SFNB por el lado del activo han seguido aumentando durante los doce meses previos a junio de 2025, alcanzando su nivel más alto desde 2017. En ese mes, la exposición media se situó en el 7,9 % del total del activo, lo que representa un incremento de 0,9 pp respecto al año anterior y de 1,3 pp sobre el promedio del período 2017-

Gráfico 3.18

El nivel de interconexión con otras entidades de crédito se mantiene en niveles similares a los de 2017, y se ha incrementado la interdependencia con el sector financiero no bancario

3.18.a Evolución de la exposición del sector bancario a entidades de crédito y otras sociedades financieras. Datos consolidados. Entidades significativas (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a Datos para las ocho entidades significativas que reportan el estado de desglose geográfico de los pasivos por residencia de la contraparte. En junio de 2025, el activo de las entidades que reportan este estado representaba un 97 % del activo del conjunto de entidades significativas.



2025. Las interconexiones por el lado del pasivo se situaban en un nivel algo menor en junio de 2025 (7 % del total activo consolidado) y mostraban una caída interanual de 0,5 pp. No obstante, el dato más reciente se mantiene 0,5 pp por encima del promedio observado entre 2017 y 2025 (véase gráfico 3.18). Dado que no se dispone de datos consolidados comparables a los empleados en este análisis, se recurre a la información del BIS⁴⁴ para establecer una comparación internacional del nivel de exposición de los bancos españoles. Según estos datos, la exposición del sector bancario español al SFNB es relativamente baja en el contexto de la UE, situándose en el percentil 38 en términos de activos y en el percentil 31 en términos de pasivos.

⁴⁴ Los datos proceden del *BIS Locational Statistics* e incluyen información a nivel no consolidado tanto de la actividad local en el país de residencia de los bancos como de su actividad transfronteriza.

TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA

Este recuadro estudia el grado de exposición de la cartera de crédito de los bancos españoles en países extranjeros a los efectos económicos negativos pero contenidos del endurecimiento observado hasta el momento de la política arancelaria en EEUU¹.

Como parte de su política comercial, en abril la nueva administración estadounidense anunció un aumento generalizado de sus aranceles sobre sus importaciones de bienes del resto del mundo, fijando un arancel mínimo del 10%, y niveles superiores para un número elevado de países. Desde entonces, EEUU ha firmado acuerdos comerciales bilaterales con diversas economías relevantes —Japón, la Unión Europea o Reino Unido—, mientras que se han aprobado nuevos aranceles específicos en sectores estratégicos².

Estas medidas se han traducido en un aumento generalizado de los aranceles medios efectivos para la mayoría de los países³. En conjunto, estos cambios sitúan el arancel efectivo medio para las importaciones de EEUU en torno al 20,5 %, el nivel más elevado desde 1936 y 18 pp por encima del registrado en diciembre de 2024. Al mismo tiempo, los acuerdos comerciales firmados por la administración estadounidense le han proporcionado un mayor acceso a los mercados de sus principales socios, manteniendo los aranceles aplicados a los productos estadounidenses en los niveles de 2024 o reduciéndolos

a cero⁴. Todo ello indicaría que el impacto del cambio de política comercial en EEUU será diferencial no solo por jurisdicción sino también por sector, dependiendo del arancel establecido, su reciprocidad y su grado de integración en la estructura del comercio mundial.

La banca española mantiene una presencia internacional muy notable, ya que realiza casi la mitad de su actividad crediticia con empresas y hogares en el extranjero⁵. Por tanto, potencialmente, las tensiones comerciales podrían afectarle a través del deterioro de la calidad crediticia de sus exposiciones en terceros países⁶. Desde una perspectiva macroprudencial, los países más relevantes —denominados materiales— para la banca española son, por orden de importancia: Reino Unido, México, EEUU, Brasil, Turquía, Chile, Perú y Colombia (véase gráfico 1)⁷. Este conjunto de economías concentra el 72 % del crédito concedido por los bancos españoles a contrapartes no residentes.

Aranceles en los países materiales

El gráfico 2 muestra el aumento desde finales de 2024 en los aranceles efectivos impuestos por EEUU sobre las economías materiales para la banca española. En el caso de Reino Unido y México —país con una elevada integración comercial con EEUU— los acuerdos comerciales existentes o de nueva firma con EEUU han

1 Este recuadro se centra en el análisis granular de la exposición al riesgo de crédito en terceros países asociado al nuevo entorno arancelario, no en la medición del impacto completo en la solvencia de los bancos españoles derivada de los aranceles o, de forma más general, del escenario macroeconómico asociado a las tensiones geopolíticas actuales. Este segundo tipo de análisis se aborda con herramientas de pruebas de resistencia, tal como se recoge el recuadro 3.2 de este informe. Con ellas se examina además no solo un escenario con las políticas actuales en vigor, sino también un escenario adverso hipotético de endurecimiento adicional.

2 Un aumento de hasta 50 pp en los productos de acero, cobre, aluminio y sus derivados; de 25 pp en los vehículos, camiones pesados y sus componentes; y de hasta 50 pp en los productos de madera y mobiliario. Además, se anunció la aplicación de un arancel del 100 % sobre determinados productos farmacéuticos de marca, salvo que las empresas estén desarrollando capacidad productiva en territorio estadounidense.

3 El arancel efectivo que soporta cada país depende tanto del tipo arancelario vigente como de la estructura sectorial de sus exportaciones, lo que genera impactos heterogéneos entre economías.

4 Los acuerdos además incorporan compromisos de inversión en territorio estadounidense que refuerzan el atractivo de sectores estratégicos. Así, por ejemplo, la UE ha acordado 750.000 millones de euros en inversiones energéticas hasta 2028, junto con compromisos privados adicionales en ámbitos como digitalización, tecnología verde y defensa. Los efectos económicos de estos compromisos de inversión no se recogen en el ejercicio de simulación de este recuadro.

5 Si se restringe el análisis a las entidades activas internacionalmente, la exposición internacional se sitúa en valores cercanos al 70 % del total del crédito a hogares y empresas.

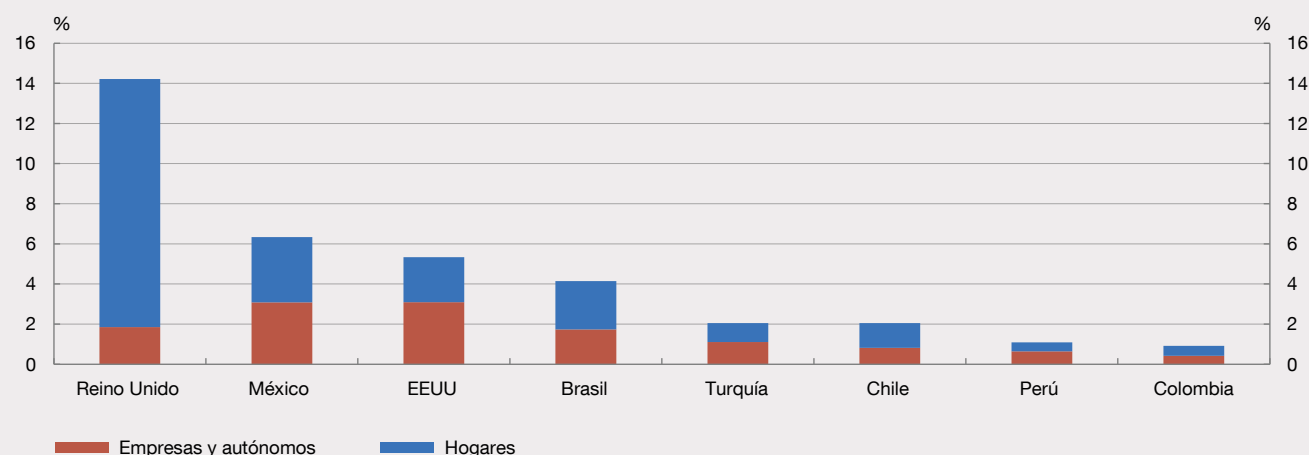
6 Tal y como se analizó en el *Informe Anual 2024* del Banco de España, un acuerdo comercial como el alcanzado entre EEUU y la UE tendría un impacto económico muy limitado en España. Por ello, este recuadro se circunscribe a la actividad internacional de las entidades españolas.

7 En el contexto de la regulación macroprudencial, un país se considera de importancia material cuando las exposiciones crediticias de las entidades financieras españolas hacia ese país alcanzan un umbral significativo que podría implicar riesgos sistémicos para la estabilidad financiera nacional. Para el cálculo del umbral se utilizan medidas como la exposición total, los activos ponderados por riesgo y la calidad crediticia de los préstamos en el país.

TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

Gráfico 1

Peso de los países extranjeros de importancia material sobre el crédito total a hogares, empresas y autónomos. Junio de 2025 (a)



FUENTE: Banco de España.

a El denominador incluye el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos. La suma de estos ocho países supone el 23,4 % del crédito total a hogares y el 12,8 % del crédito total a empresas y autónomos.

mitigado los incrementos arancelarios, situándose entre 6 puntos porcentuales (pp) y 9 pp⁸. El aumento en Perú, Colombia y Chile también ha sido moderado (9 pp, 8 pp y 6 pp, respectivamente desde un arancel efectivo del 0 %) por su menor relación comercial con EEUU. Por el contrario, en Turquía y Brasil, los aumentos desde diciembre de 2024 han sido más pronunciados: 20 pp (desde el 3 %) y 29 pp (desde el 1 %), respectivamente.

Las diferencias en la magnitud de estos incrementos responden, en buena medida, a la composición sectorial de las exportaciones de cada país a EEUU. Así, Turquía presenta una elevada exposición comercial en sectores como productos metálicos y automoción, sujetos a tipos arancelarios elevados. México combina una fuerte

exposición en el sector automotriz con exportaciones electrónicas y agroalimentarias, sujetas a tipos variados, lo que contribuye a un aumento intermedio. Chile y Colombia exportan principalmente productos básicos como minerales, café o flores, muchos de ellos exentos o con tipos relativamente bajos.⁹

Impacto sectorial de los incrementos arancelarios

Para analizar el impacto de este aumento de aranceles sobre la actividad económica agregada y sectorial de los países materiales se utiliza un modelo multipaís y multisectorial denominado ONKIO¹⁰. Para este ejercicio, el modelo divide la economía global en 12 áreas geográficas —los 8 países materiales, España, el resto de

8 El acuerdo EEUU-Reino Unido, ratificado el 16 de junio, establece un aumento del arancel general de 10 pp sobre el nivel de 2024, salvo en los productos aeroespaciales, los automóviles y sus componentes, sobre los que se impone un aumento menor, mientras que, en el caso del acero y aluminio, se incrementa en 25 pp, por debajo de los 50 pp fijados al resto de países. En el caso de México, quedan exentos de aumento de aranceles los productos recogidos en el tratado de libre comercio entre México, EEUU y Canadá (USMCA por sus siglas en inglés). Para el resto de productos, EEUU fijó en febrero de 2025 un arancel adicional del 25%. En la actualidad se mantienen negociaciones para reducir este arancel al 12%, condicionado al cumplimiento de compromisos en otras áreas.

9 En el caso de Brasil, el aumento ha sido generalizado y muy elevado (en 50 pp), por lo que el impacto de la composición sectorial sobre el arancel efectivo resulta menos relevante.

10 Para más detalles véase P. Aguilar, R. Domínguez, J.-E. Gallegos y J. Quintana. (2025). "The Transmission of Foreign Shocks in a Networked Economy". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

Gráfico 2

Aumento del arancel efectivo bilateral con EEUU desde diciembre de 2024

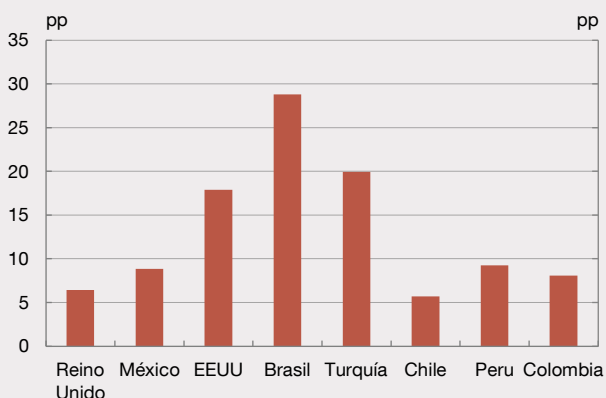
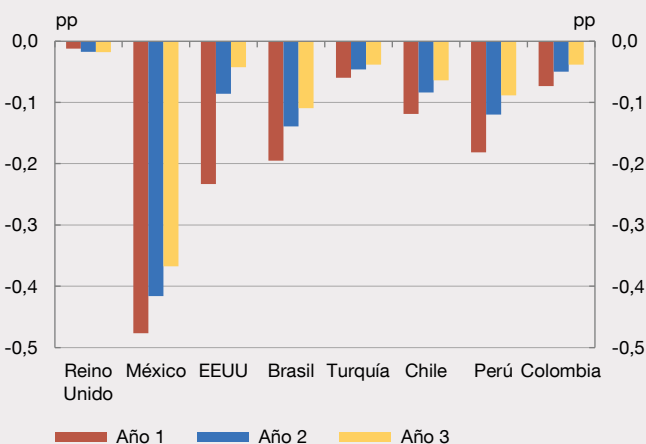


Gráfico 3

Impacto sobre el PIB del aumento del arancel efectivo (a)



FUENTE: Banco de España.

a Desviación en el PIB real con respecto al estado estacionario. El estado estacionario es una situación en la que todas las variables del modelo permanecen constantes a lo largo del tiempo porque se han eliminado las fluctuaciones transitorias debidas a *shocks*.

la UEM, China y el resto del mundo—, cada uno de ellos con una estructura sectorial de 24 sectores¹¹. Los parámetros del modelo se fijan a partir de las tablas input-output de producción y de comercio de cada una de las economías consideradas.

Cómo muestra el gráfico 3, el impacto sobre la actividad en todos los países es moderado¹². El Reino Unido es el país que sufre un menor impacto en términos de actividad, gracias al acuerdo arancelario mencionado anteriormente, pero también a que su exposición al comercio de bienes con EEUU es relativamente baja. Por el contrario, México y Brasil son los países materiales en los que la actividad se contrae en mayor medida, si bien lo sigue haciendo de forma moderada. En el primer caso, este impacto mayor que en otros países se debe a su elevada exposición a EEUU¹³, mientras que en el segundo se debería al fuerte aumento en su arancel efectivo. El impacto sobre el resto de los países materiales se situaría entre estos dos extremos. Finalmente, el impacto sobre EEUU es

también relativamente elevado al aumentar de forma significativa el coste de sus importaciones por el incremento de aranceles.

A nivel desagregado, como muestra el gráfico 4, algunos sectores se ven especialmente afectados, como la metalurgia, que experimenta la mayor caída de actividad en cinco de los ocho países considerados (todos menos EEUU, Reino Unido y Chile), la producción de vehículos y las actividades extractivas.

Características de las exposiciones crediticias sectoriales en los países materiales

Los gráficos 5 y 6 muestran que las exposiciones crediticias sectoriales de la banca española presentan una notable heterogeneidad, en términos tanto de exposición como de calidad crediticia por país. Ni en el crédito empresarial ni en el destinado a los hogares se detectan vulnerabilidades preexistentes derivadas de la

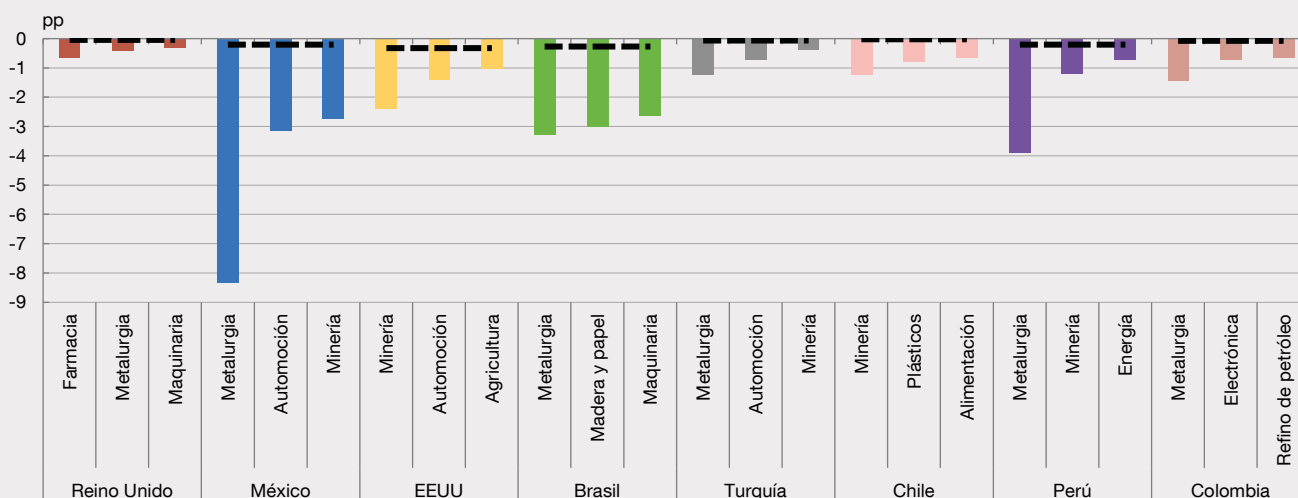
11 Los sectores incluidos, definidos según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE), son: agricultura, minería, transporte y almacenamiento, construcción, energía, aguas y saneamiento, comercio, alimentación, madera y papel, petróleo, industria química, farmacia, plásticos, metalurgia, electrónica, maquinaria, automoción, resto de manufacturas, actividades inmobiliarias, servicios profesionales, servicios financieros, hostelería, servicios de información y resto de servicios. Esta segmentación responde a la división de actividades económicas por primer dígito CNAE, con una desagregación a dos dígitos para los sectores manufactureros, potencialmente más afectados por las medidas arancelarias.

12 El impacto sobre el PIB representa entre un 1 % y un 14 % de la desviación típica estándar del PIB de estos países en el período 1980-2019.

13 Las exportaciones de México a EEUU representan en torno a un 50 % de su PIB.

TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

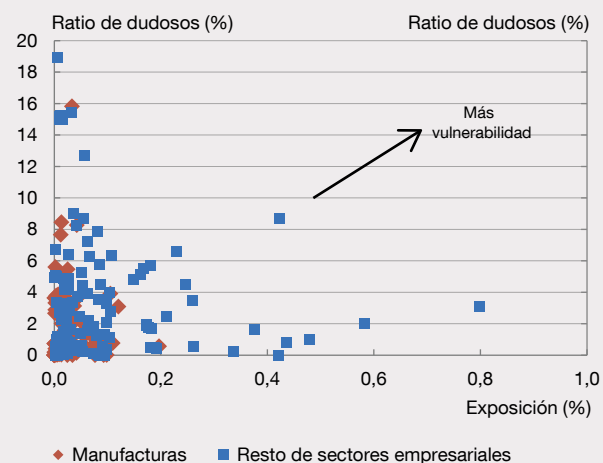
Gráfico 4
Impacto sobre el valor añadido bruto sectorial del aumento en aranceles (a)



FUENTE: Banco de España.

a Desviación en el valor añadido bruto con respecto al estado estacionario tras el primer año. El estado estacionario es una situación en la que todas las variables del modelo permanecen constantes a lo largo del tiempo porque se han eliminado las fluctuaciones transitorias debidas a *shocks*. La línea punteada muestra el impacto mediano en los sectores de cada país.

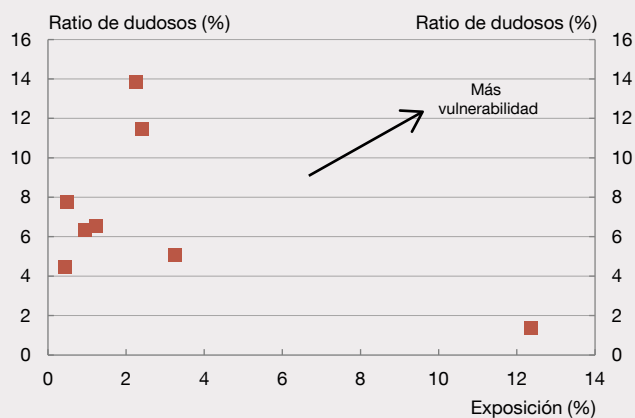
Gráfico 5
Relación entre la exposición de las entidades españolas y la ratio de dudosos de cada sector empresarial en cada país (a)



FUENTE: Banco de España.

- a La exposición se calcula como el peso en cada sector/país sobre el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos. No se incluyen en la visualización del gráfico dos sectores con un nivel de exposición bajo pero con ratios de dudosos elevadas, debido a que distorsionan la visión del mismo. En ambos casos el nivel de exposición es menor al 0,03 %.
- b La exposición se calcula como el peso del sector de hogares en cada país sobre el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos.

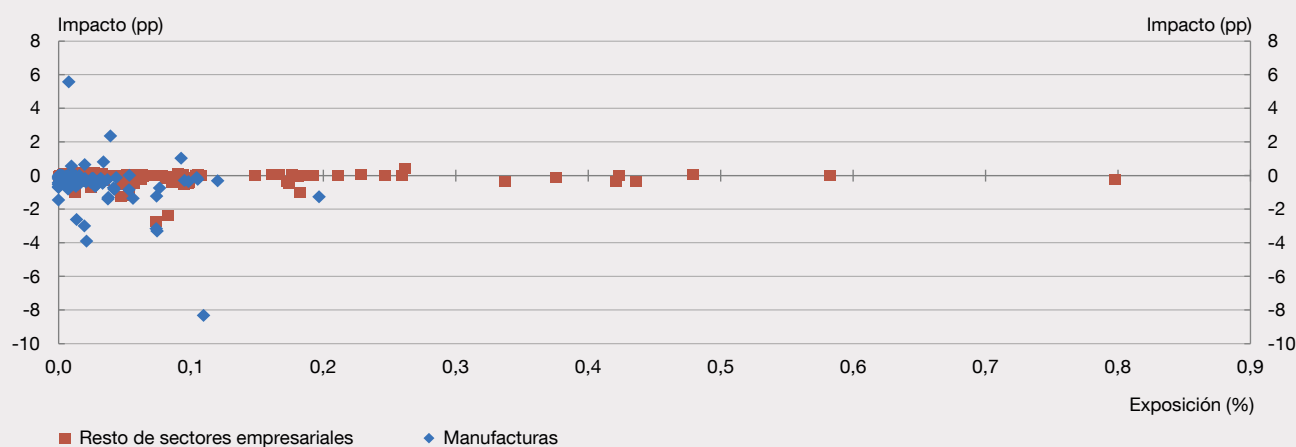
Gráfico 6
Relación entre la exposición de las entidades españolas y la ratio de dudosos de hogares en cada país (b)



TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

Gráfico 7

Relación entre la exposición de las entidades españolas y el impacto del incremento arancelario sobre el valor añadido bruto de cada sector empresarial en cada país en el plazo de un año (a)



FUENTE: Banco de España.

a La exposición se calcula como el peso en cada sector/país sobre el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos.

concentración de las ratios de dudosos más elevadas en los sectores con mayor peso sobre el total.

Exposiciones sectoriales en riesgo

La exposición a la perturbación arancelaria que afronta la banca española en su negocio internacional material se puede aproximar al combinar el impacto arancelario a nivel de sector y país material, y la exposición crediticia al mismo nivel de granularidad.

El gráfico 7 presenta conjuntamente el impacto sobre el valor añadido bruto sectorial un año después de la introducción de los aranceles y la exposición crediticia de las entidades españolas, diferenciando entre sectores manufactureros y el resto de las actividades empresariales. De este análisis se desprende que los efectos negativos más acusados recaen sobre sectores manufactureros de algunos países en los que la exposición crediticia es relativamente limitada, mientras que, en aquellos sectores y países con mayor exposición, el impacto es relativamente contenido.

Estos resultados a nivel sectorial sugieren que el efecto derivado de los incrementos de los aranceles efectivos es contenido. Sin embargo, el impacto total en cada país es el resultado de agregar todos los impactos sectoriales en dicho país. Así, una acumulación de impactos de magnitud moderada podría traducirse, una vez agregados, en mayores consecuencias para las entidades activas en determinados países.

El gráfico 8 recoge dicho análisis y muestra que el impacto a nivel país es también limitado. Este se basa en un indicador que pondera los impactos de la perturbación arancelaria en el valor añadido bruto de cada sector empresarial por la exposición de la banca española en dicho sector y país.¹⁴ Esta métrica revela que, las exposiciones tienden a concentrarse en países relativamente más afectados como México, EEUU y Brasil. No obstante, los valores máximos tanto de las exposiciones a los países más afectados (3 %) como de los impactos máximos (cerca del -0,5 % en México) son contenidos.

14 Se construye como una media ponderada de los efectos en el valor añadido bruto de cada sector, usando como ponderación su peso relativo en términos de crédito. Se obtiene así una medida de impacto sintética para medir el impacto según el peso relativo de los sectores en términos de su relevancia para la banca española, y no en términos de su relevancia para la economía de cada país (que es lo que refleja el impacto en el PIB). Esta métrica revela que, en la mayoría de los países, las exposiciones crediticias de la banca española tienden a estar más concentradas en sectores más vulnerables a los efectos de los aranceles, en comparación con el peso que estos tienen en términos de valor añadido bruto.

TENSIONES COMERCIALES Y EXPOSICIONES SECTORIALES EN PAÍSES EXTRANJEROS MATERIALES PARA LA BANCA ESPAÑOLA (cont.)

Gráfico 8

Relación entre la exposición empresarial de las entidades españolas y el impacto del incremento arancelario sobre el valor añadido bruto de los sectores empresariales de cada país en el plazo de un año (a) (b)

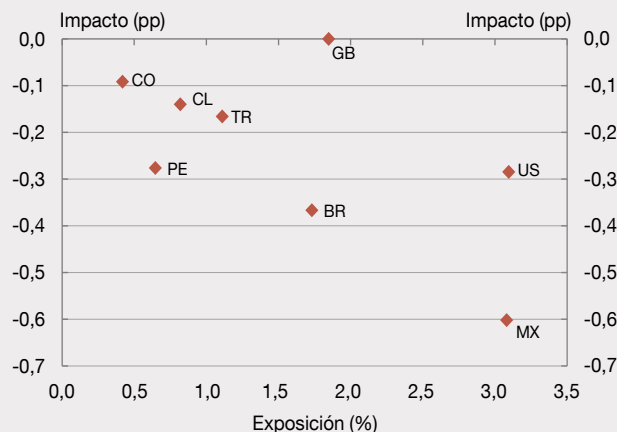
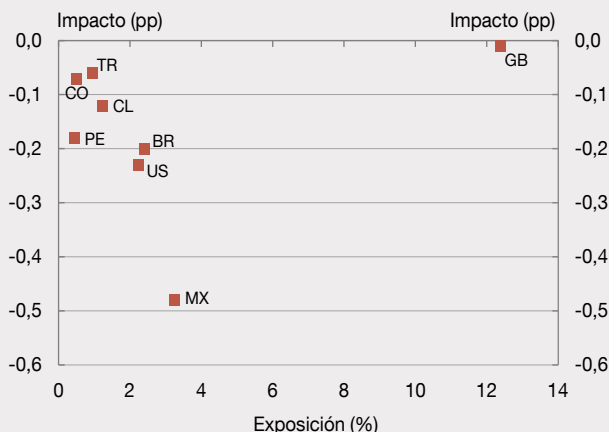


Gráfico 9

Relación entre la exposición de las entidades españolas a hogares y el impacto del incremento arancelario sobre el PIB de cada país en el plazo de un año (c)



FUENTE: Banco de España.

- La exposición se calcula como el peso en cada sector/país sobre el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos.
- Para cada país, se ha multiplicado el impacto del incremento arancelario sobre el valor añadido bruto de cada uno de los sectores empresariales por el peso, en términos de exposición de las entidades españolas de cada sector empresarial en el país. De esta forma, se obtiene una medida ponderada del impacto en el país en función de la distribución sectorial del crédito a empresas de los bancos españoles dentro del mismo.
- La exposición se calcula como el peso del sector de hogares en cada país sobre el conjunto de préstamos, en todos los países, incluyendo España, a nivel consolidado, de hogares, empresas y autónomos.

Adicionalmente, dado que las tensiones comerciales también inciden sobre la renta, el empleo y el consumo de los hogares en los países materiales, las entidades españolas podrían verse afectadas a través de la reducción de la capacidad de pago de los hogares. Para estudiar este efecto, el gráfico 9 compara, para cada país, el impacto sobre el PIB —utilizado como proxy del impacto sobre la renta bruta disponible— con el peso de dicho país en el crédito consolidado a hogares. En este caso, se observa que en México, EEUU y Brasil el impacto, aunque contenido, es más elevado que en otros países, y que la exposición crediticia es

significativa. En el país con mayor exposición a hogares, el Reino Unido, el impacto sobre esta cartera sería poco marcado.

Conclusiones

En resumen, los resultados muestran que el grado de diversificación geográfica y sectorial del crédito de los bancos españoles en los países extranjeros materiales, así como la propia magnitud del impacto económico de los aranceles ya adoptados, contendrían el efecto negativo de esta política para el negocio crediticio¹⁵.

15 Este resultado está alineado con la información proporcionada por la *Encuesta de Préstamos Bancarios del tercer trimestre de 2025*, que, en los dos últimos trimestres, ha venido recabando la percepción de las entidades españolas sobre los efectos del incremento de los aranceles. Las entidades encuestadas consideran que el impacto está siendo muy limitado, si bien la mayoría dicen estar intensificando el seguimiento a los sectores y empresas que pudieran verse más afectados, como empresas exportadoras o aquellas con actividad comercial con EEUU. Tampoco anticipan un impacto significativo en los próximos meses.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

Este recuadro presenta las pruebas realizadas por el Banco de España para evaluar la capacidad de resistencia del sistema bancario español ante la materialización hipotética de escenarios de riesgo. Como en ejercicios anteriores, se ha utilizado para ello el marco metodológico FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*). La herramienta FLESB se desarrolla e implementa de forma centralizada por el Banco de España. El FLESB se caracteriza por la utilización de datos altamente granulares y por su orientación *top-down*¹.

Siguiendo igualmente la práctica habitual de estos ejercicios, la herramienta FLESB ha sido aplicada para evaluar los escenarios base y adverso del último ejercicio europeo de pruebas de resistencia coordinado por la EBA². Este escenario adverso contempla riesgos geopolíticos, que reducen la actividad e impulsan la inflación, lo que propicia también un endurecimiento significativo de las condiciones financieras.

En el contexto actual de elevada incertidumbre, desde el punto de vista macroprudencial, resulta útil complementar el escenario hipotético adverso coordinado por la EBA con otros escenarios hipotéticos alternativos que capturen otras dimensiones de riesgo sistémico. Disponer de varios escenarios hipotéticos adversos contribuye a una evaluación más rica de los eventuales canales de transmisión derivados de dichos escenarios, y por lo tanto del grado de resiliencia del sector bancario.

Por ello, este recuadro muestra también los resultados de un escenario hipotético adverso diseñado por el Banco de España, alineado con la identificación de riesgos del capítulo 5. Este escenario está caracterizado por un entorno deflacionario y de contracción persistente de la actividad en el área del euro (con un horizonte de 5 años), vinculado a las vulnerabilidades fiscales identificadas en

economías avanzadas. Estas condiciones contrastan con el escenario inflacionario y de duración más breve (horizonte a 3 años) en el ejercicio de la EBA. El escenario diseñado por el Banco de España se completa además con supuestos que reflejan un eventual recrudecimiento de tensiones comerciales y deterioro en los mercados financieros ante la incertidumbre asociada a este entorno³.

Como en anteriores números del IEF, los resultados considerados aplican un supuesto de balance dinámico. Esto es, su tamaño y el peso relativo de las distintas carteras evolucionan en función de los escenarios⁴.

Descripción de los escenarios del ejercicio europeo de pruebas de resistencia

El escenario base del ejercicio coordinado por la EBA en 2025 se corresponde con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2024⁵. El escenario adverso recoge los riesgos más relevantes para la estabilidad financiera identificados por el ESRB y el BCE al final del año 2024⁶.

En particular, este escenario adverso considera una escalada aguda de las tensiones geopolíticas, en sus distintas dimensiones, que lleva a la fragmentación de las cadenas globales de suministro y a precios de la energía más altos. Como resultado, se produce un *shock* negativo de oferta con fuertes efectos inflacionarios (véase gráfico 1). A lo largo del ejercicio, las mayores presiones inflacionistas elevan en media los tipos de interés de referencia a corto plazo (véase gráfico 2).

La combinación de fragmentación comercial y la pérdida de confianza por la incertidumbre geopolítica reducen drásticamente el PIB del área del euro. Frente a un escenario base expansivo, el escenario adverso presenta

1 Como marco metodológico *top-down*, el FLESB aplica escenarios, supuestos y modelos de manera consistente para todas las entidades bancarias analizadas. Las principales características de este marco se describen en el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) de noviembre de 2013. En años sucesivos, en el IEF y otras publicaciones del Banco de España se han ido presentando las principales mejoras y los nuevos desarrollos introducidos en él, ya que se trata de un marco dinámico en continuo desarrollo.

2 Este ejercicio se ha desarrollado en 2025, siendo sus resultados publicados en agosto. Para más detalle, véase información de la EBA sobre el último [ejercicio europeo de pruebas de resistencia](#).

3 Estos dos elementos, en particular las tensiones comerciales, son componentes cualitativos comunes de los dos escenarios.

4 La cartera crediticia evoluciona según el crecimiento del crédito proyectado en el escenario macroeconómico. Esto afecta tanto al volumen de crédito no dudoso, que genera ingresos, como al crecimiento de los activos ponderados por riesgo. En escenarios de contracción, se proyectan caídas del crédito al sector privado no financiero en distintas carteras y países de exposición.

5 Véase la información sobre [proyecciones macroeconómicas](#) del BCE para más detalle sobre estos ejercicios.

6 Consultar para mayor detalle el [escenario del último ejercicio europeo de pruebas de resistencia](#) coordinado por la EBA.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 1
Escenarios de inflación en el área del euro

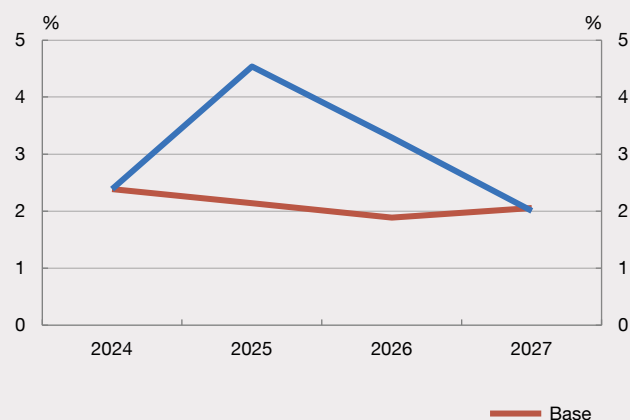


Gráfico 2
Escenarios de tipos de interés a corto plazo en el área del euro (a)

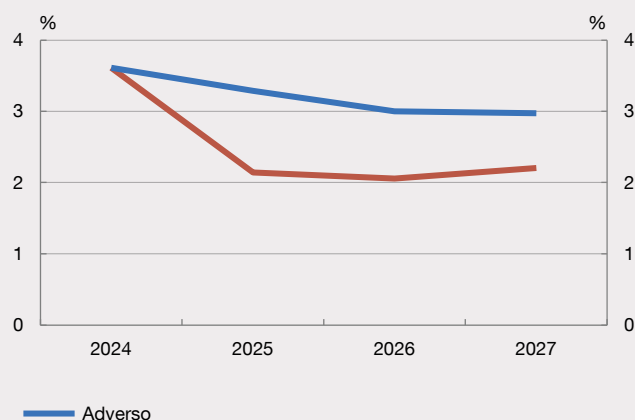


Gráfico 3
Escenarios de PIB real en España y el área del euro

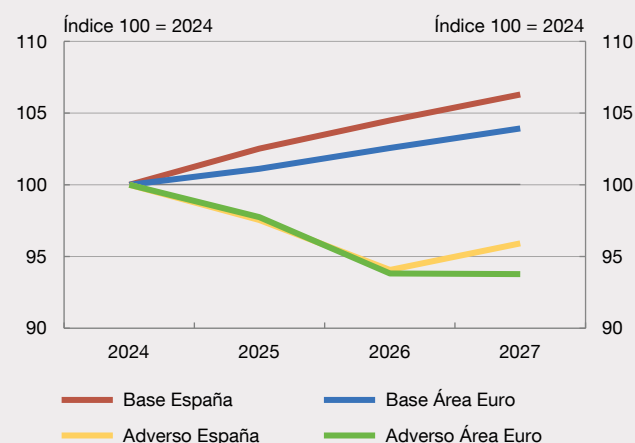
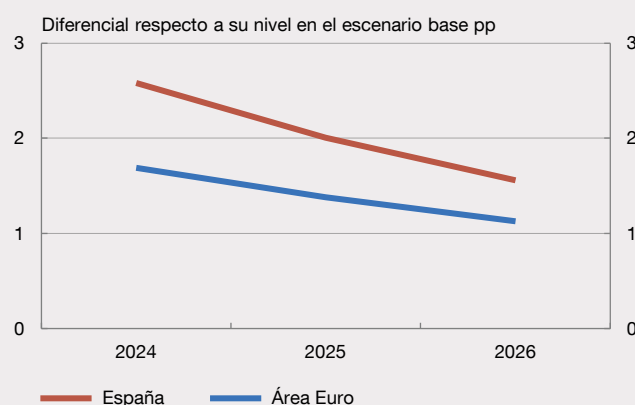


Gráfico 4
Escenarios de tipos de interés a largo plazo en España y el área del euro (a)



FUENTE: Banco de España.

a Las sendas de tipos a corto plazo corresponden al Euribor 3 meses.

una caída acumulada del PIB del 6,2%. En el caso de España, que parte de unas previsiones de crecimiento superiores a las del conjunto del área del euro en el escenario base, la reducción acumulada del PIB se limita al 4,1 % (véase gráfico 3).

Apesar del *shock* inflacionario inicial, el efecto desinflacionario de la depresión de la demanda agregada domina a partir de 2026, y la inflación desciende hacia su objetivo del 2 % en 2027 (véase gráfico 1). La senda de inflación de España es

muy cercana a la del conjunto del área del euro, tanto bajo el escenario base como en el adverso.

El *shock* geopolítico inicial también origina un recorte marcado y generalizado de las valoraciones de los activos con riesgo en los mercados financieros y de los precios de los activos inmobiliarios. El endurecimiento resultante de las condiciones de financiación retrae adicionalmente la inversión de las empresas y el consumo de los hogares, y contribuye a la contracción del PIB.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

En este entorno, los mercados pasan a valorar más negativamente las debilidades fiscales pre-existentes y se produce un aumento de las primas de riesgo soberanas. En España, los tipos a largo se desvían inicialmente 2,5 pp con respecto al escenario base, por encima de la desviación que se produce en el conjunto del área del euro. Este repunte se disipa parcialmente a lo largo del horizonte 2025-2027 (véase gráfico 4).

El gráfico 5 resume para el caso de España las diferencias promedio entre los escenarios base y adverso para las variables macrofinancieras más relevantes. Sobre lo ya mencionado, cabe señalar además la fuerte contracción de los precios de la vivienda en España en el escenario adverso.

La naturaleza global de los *shocks* geopolíticos aplicados configura un entorno macroeconómico internacional

Gráfico 5
Escenarios macroeconómicos en España

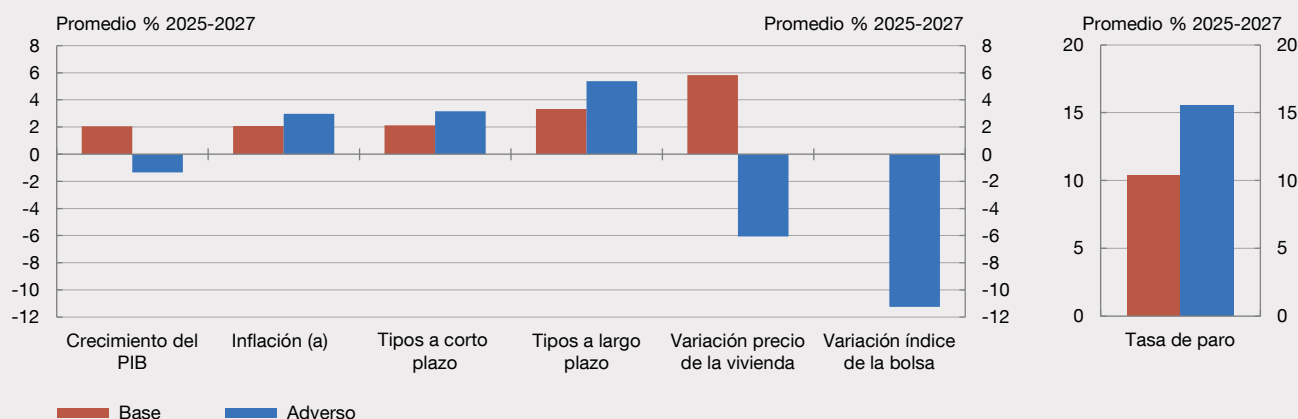


Gráfico 6
Distribución por país del crecimiento del PIB real y la inflación en escenarios base y adverso, promedio 2025-2027 (a) (b)

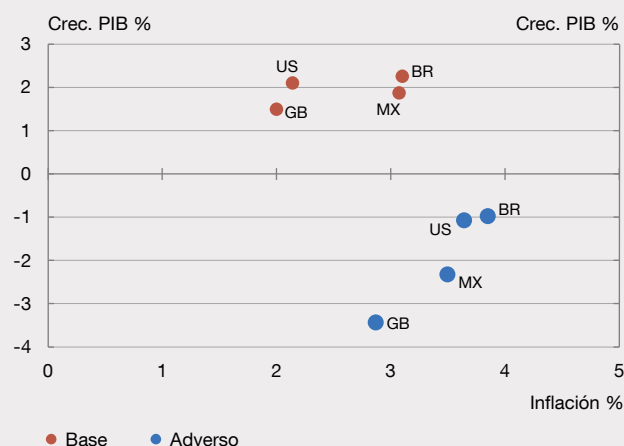
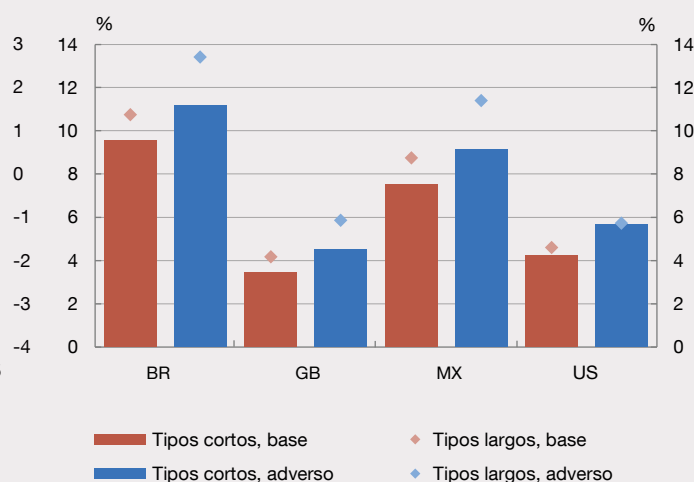


Gráfico 7
Promedio 2025-2027 de los tipos a corto y a largo plazo por país en los escenarios base y adverso (c)



FUENTE: Banco de España.

- a La inflación se calcula a partir del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).
b Turquía presenta valores fuera del rango del gráfico, siendo su inflación promedio de 19 % en el escenario base y de 20 % en el adverso. El crecimiento del PIB en el escenario base es de 3,1 % y en el adverso -2,2 %.
c Turquía presenta valores fuera del rango del gráfico. En el caso de los tipos a corto plazo en el escenario base se elevan hasta 33 % y en el adverso 36 %. En el caso de los tipos a largo plazo, en el base se sitúan en un 24 % y en el adverso un 26 %.

adverso más allá del ámbito europeo. Para los países materiales para el negocio de los bancos españoles fuera de la UE, el escenario adverso implica de forma general la entrada en un entorno recesivo y con una inflación media mayor (véase gráfico 6). Como en el área del euro, la mayor inflación eleva los tipos de interés a corto plazo y el coste de la deuda pública a largo plazo crece, influida también por la mayor aversión al riesgo en los mercados financieros (véase gráfico 7).

Resultados sobre la solvencia del sector bancario

Esta sección analiza cómo el escenario adverso planteado afectaría a la solvencia de las entidades bancarias españolas, medida a través de la ratio de capital CET 1 *fully loaded*⁷.

Para el nivel de capital (numerador de la ratio), los impactos negativos se derivan fundamentalmente de (i) las mayores dotaciones por deterioro del crédito y las reducciones de valor de otras carteras de activos de las entidades, como las de renta fija (en particular deuda pública) y de activos adjudicados; y (ii) una menor generación de resultados, tanto en España como en el extranjero. En sentido contrario, algunos efectos mitigantes que afectan positivamente al capital serían los menores pagos de impuestos o repartos de beneficios, y los efectos del programa de avales públicos ICO⁸.

Por otro lado, la variación de los activos ponderados por riesgo o APR (denominador de la ratio) tiende a contribuir positivamente a la evolución de la ratio de solvencia en entornos macroeconómicos contractivos debido a la reducción del balance de las entidades y, en particular, del crédito.

El gráfico 8 muestra los impactos acumulados sobre la ratio de solvencia a lo largo del horizonte del escenario

adverso para el agregado de las entidades bancarias analizadas⁹. Dichos impactos se presentan en diferencias con respecto al escenario base.

Las mayores pérdidas por deterioro en la cartera crediticia en España generan un impacto negativo respecto al escenario base de 2,6 pp (normalizado sobre los APR de partida). A estas pérdidas se suman los deterioros en la cartera de bonos soberanos del grupo consolidado y el efecto del menor margen de explotación en España (que se explica por el menor volumen de negocio, que más que compensa el aumento de tipos de interés). Por su parte, el menor beneficio neto en el extranjero tiene un impacto negativo en la solvencia de 3 pp en frente al escenario base¹⁰.

La reducción de los activos ponderados por riesgo contribuye positivamente (2 pp frente al escenario base). El conjunto de otros impactos (variaciones en los tipos de cambio, menor distribución de beneficios, menor carga fiscal y avales ICO) también contribuyen positivamente (2,1 pp adicionales frente al escenario base). En definitiva, el efecto neto de todos los impactos reduce la ratio CET1 agregada al final del escenario adverso en 3,3 pp con respecto al escenario base.

Los niveles elevados de rentabilidad y de ratio de CET 1, tanto de partida como en las proyecciones del escenario base, permiten que, a pesar de esta diferencia significativa de 3,3 pp entre base y adverso, el nivel de la ratio de CET 1 se sitúe al final de este segundo escenario en niveles todavía relativamente elevados.

Los gráficos 9 y 10 muestran las sendas del beneficio después de impuestos (combinando negocios en España y extranjero) y de la ratio de CET 1 a lo largo de los tres años del horizonte para el conjunto de bancos analizados. En el escenario base, la proyección de beneficio se mantiene entre el 1,8 % y el 2,4 % sobre APR y la ratio

7 Esto es, sin aplicar disposiciones transitorias para su cálculo.

8 Estos programas de avales públicos ICO se iniciaron ante la pandemia de la COVID-19 y prestan cobertura a las entidades bancarias ante impagos de las empresas adheridas a los mismos. Se calcula un impacto medio entre un mínimo en el que se asume que la pérdida esperada en préstamos avalados es igual a la media de la cartera de crédito empresarial; y un máximo en que los préstamos avalados se concentran en los deudores con mayor riesgo.

9 Los bancos analizados incluyen las entidades significativas bajo supervisión directa del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y entidades menos significativas bajo supervisión directa del Banco de España.

10 El beneficio en el extranjero se presenta agrupado en un solo concepto, mientras que los impactos en España aparecen divididos en distintos canales. Por ejemplo, la suma de los efectos negativos a través de deterioros de crédito y menor margen de explotación en España alcanza 3,5 pp. El beneficio del negocio en el extranjero es un elemento de resiliencia y diversificación que contribuye a sostener el nivel de la ratio agregada de CET1.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 8

Impacto neto en ratio CET1 a través de distintos canales (a)

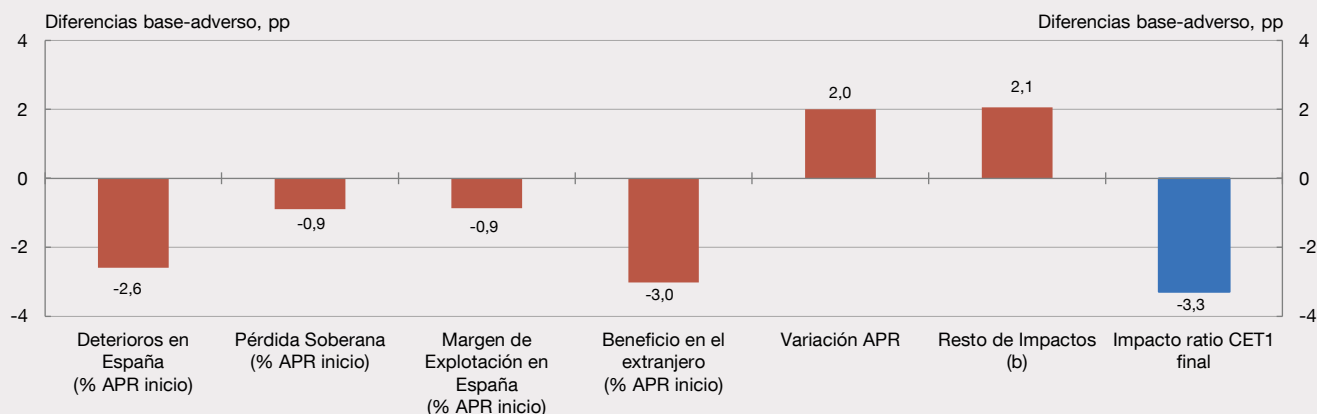


Gráfico 9

Evolución del beneficio después de impuestos

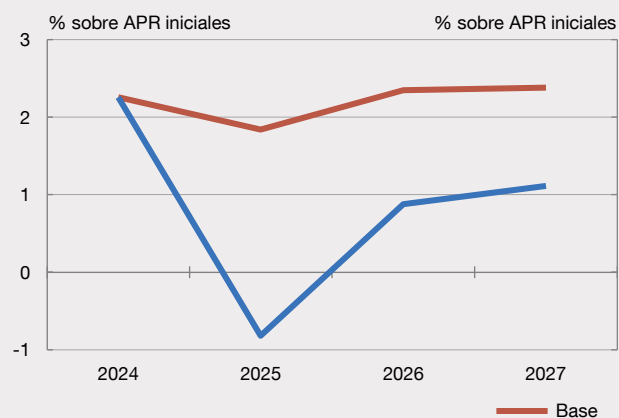
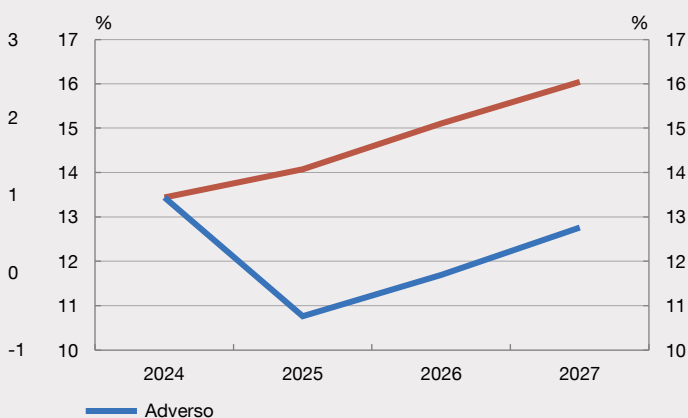


Gráfico 10

Evolución de la ratio de CET 1



FUENTE: Banco de España.

- a Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2027 y de distintos flujos financieros esperables en 2025-2027 (por ejemplo, generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macrofinancieras contempladas en el escenario adverso de este recuadro (frente al escenario base).
- b Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios y cobertura de las pérdidas por préstamos con garantía ICO por parte del Estado.

CET 1 aumenta de forma continuada hasta el 16 % en 2027¹¹ (2,6 pp más que 2024).

En el escenario adverso, como consecuencia del cambio abrupto en las pérdidas esperadas (al pasar de un escenario de crecimiento a otro con un deterioro

macrofinanciero marcado), las provisiones repuntan significativamente en el primer año y el beneficio presenta una caída notable durante el mismo, lo que lleva a una reducción de la ratio de CET1 hasta el 10,8 % en el primer año del ejercicio¹², frente al 13,4 % observado en 2024.

11 Como ejercicio adicional se han obtenido también resultados para un escenario base más actualizado basado en las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2025. Estas contemplan una evolución muy similar de la actividad a lo esperado en el invierno de 2024 y la ratio de CET1 no se vería prácticamente afectada respecto a la del resultado presentado.

12 A nivel agregado, la caída de la ratio de CET 1 en el primer año de proyección en el escenario adverso se debe no solo a la pérdida neta sino también al impacto patrimonial directo por pérdidas en bonos soberanos a valor razonable y al reparto de beneficios (aunque en el agregado se generan pérdidas netas, algunas entidades sí obtienen ganancias).

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 11
Ratio CET1, observada en 2024 y resultado en 2027 de los escenarios y mínimo proyectado en el adverso

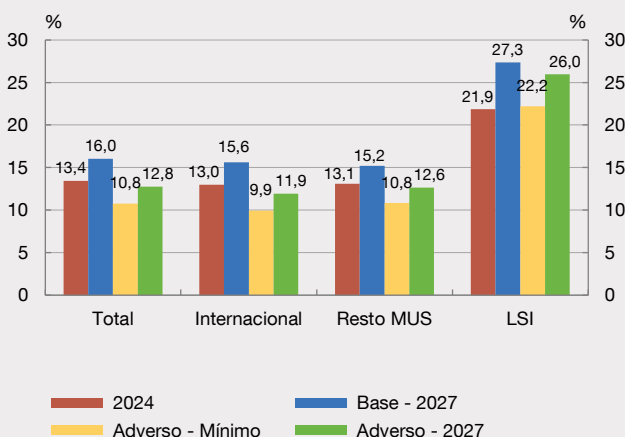
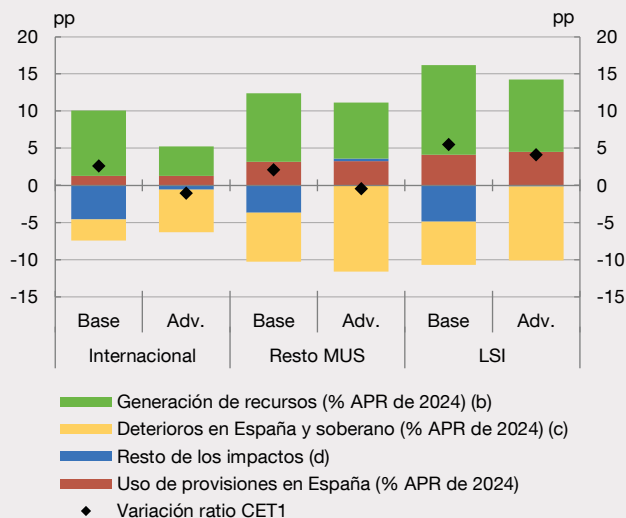


Gráfico 12
Impacto de los escenarios de materialización de riesgos en la solvencia de las entidades (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2027 y de distintos flujos financieros esperables en 2025-2027 (por ejemplo, generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macrofinancieras contempladas en los escenarios de este recuadro.
- b La generación de recursos de absorción de pérdidas viene determinada por el margen de explotación en España y por el resultado neto obtenido en el extranjero para aquellas entidades con actividad internacional significativa.
- c Pérdidas por deterioros financieros de préstamos y activos adjudicados en el negocio en España, así como impacto en capital del potencial deterioro de las exposiciones soberanas a nivel consolidado.
- d Otras ganancias y pérdidas consolidadas, efectos fiscales y de tipo de cambio, distribución de beneficios, cobertura de las pérdidas por préstamos con garantía ICO por parte del Estado y variación de APR.

No obstante, a lo largo del resto del horizonte de proyección, la ratio de solvencia sigue una trayectoria ascendente. Esto se debe al retorno a una rentabilidad positiva, aunque significativamente menor que en el escenario base, y por la reducción de APR. En conjunto, la ratio de CET 1 agregada se mantiene en niveles relativamente elevados (12,8 %) y superiores a los requerimientos mínimos exigidos.

El gráfico 11 muestra los resultados del ejercicio de resistencia desagregados por grupos de entidades. Los grupos analizados son: (i) el agregado de entidades supervisadas por el Mecanismo Único de Supervisión —MUS— con presencia internacional significativa¹³ (grupo Internacional); (ii) el agregado del resto de las entidades bajo supervisión directa del MUS (grupo Resto MUS) y (iii) un agregado de entidades de menor tamaño supervisadas directamente por

el Banco de España y sin actividad internacional relevante (grupo LSI —Less Significant Institutions—).

Al final del horizonte del escenario base, todos los grupos de entidades aumentarían su nivel de capital respecto de 2024.

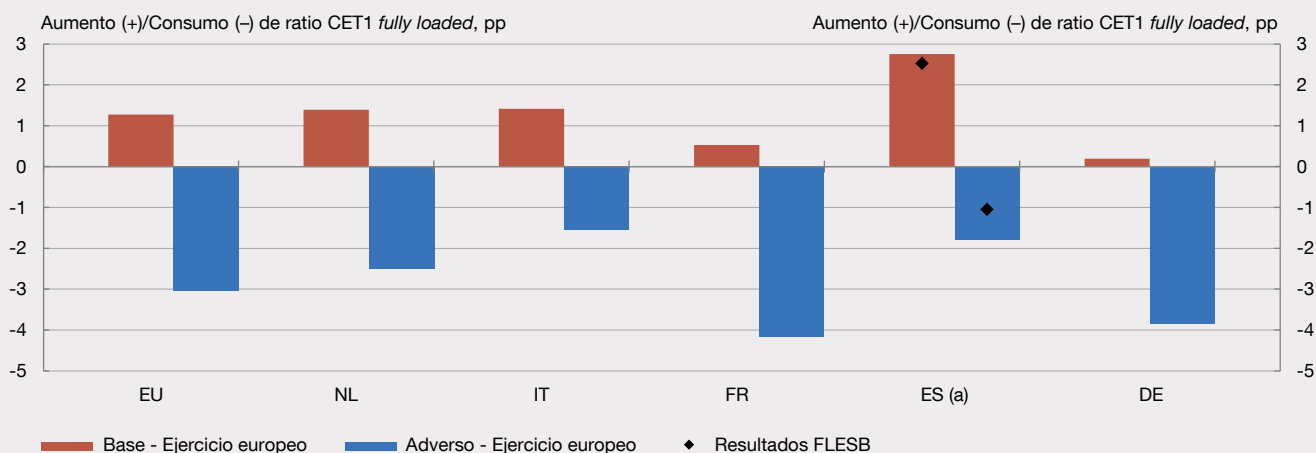
En el escenario adverso se produce una caída en la ratio de solvencia en el primer año (2025) en ambos grupos de entidades significativas (Internacional y Resto MUS), seguida de una recuperación gradual durante el resto del horizonte. Si bien no llegan a alcanzar de nuevo sus niveles de partida de ratio de CET 1, éstos se mantienen en niveles relativamente elevados y por encima de los mínimos regulatorios. El grupo LSI muestra la mayor resiliencia, con un mínimo del 22,2 % y una ratio final cercana al 26 %. El gráfico 12, descompone los factores que explican estas variaciones para los distintos grupos de entidades.

13 De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluyen en este grupo las tres en las que es más relevante esta actividad y está más extendida en el tiempo.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 13

Resultados a tres años de las pruebas de resistencia a nivel europeo y FLESB



FUENTE: Banco de España.

a Los resultados publicados de la prueba de resistencia a nivel europeo para España corresponden al agregado de BBVA, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, Caixabank y Unicaja Banco. Los rombos representan los resultados FLESB utilizando los mismos escenarios que el ejercicio europeo y, por comparabilidad, se muestra el agregado de esas mismas entidades, aunque el ejercicio FLESB tiene una cobertura mayor.

Estos resultados son más favorables que los obtenidos en las últimas pruebas de resistencia realizadas por Banco de España¹⁴. Esto se debe, en primer lugar, al mejor punto de partida con el que la banca española afronta el escenario hipotético adverso. Así, la ratio de CET1 ha crecido (+ 0,4 pp para la ratio CET1 agregada *fully-loaded* con respecto a 2023) y los parámetros de riesgo de crédito en España han mejorado (reflejados a nivel agregado en descensos de las ratios de crédito dudoso y en vigilancia especial, véase gráfico 3.8 en el cuerpo del capítulo 3). Además, aunque la narrativa del escenario es comparable, la mejora de la evolución y de las previsiones de la situación macroeconómica desde 2023 también proporcionan un punto de partida más favorable en esta dimensión.

Resultados del ejercicio de estrés a nivel europeo publicados por la EBA

La evaluación mediante la metodología FLESB de la capacidad de resistencia del sector bancario español al escenario del ejercicio coordinado por la EBA es coherente con los resultados publicados del mismo, bajo su propia metodología. Los resultados publicados por la EBA

sugieren también un elevado nivel de resiliencia del sistema bancario europeo ante un escenario adverso severo (véase gráfico 13). Las entidades españolas que participan en este ejercicio¹⁵, aunque parten de niveles de capital algo más bajos que la media europea, muestran un consumo de capital menor (179 pb).

Ejercicio de estrés alternativo con un escenario deflacionario a cinco años

Como se ha indicado anteriormente, en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, desde una perspectiva macroprudencial es útil analizar la capacidad de resistencia del sistema bancario español considerando una variedad suficiente de perturbaciones y de canales de transmisión de las mismas. Por este motivo, el Banco de España está realizando un esfuerzo para mejorar la amplitud de sus ejercicios de estrés macroprudenciales, analizando para ello un abanico más amplio de escenarios hipotéticos que recojan diferentes fuentes de riesgo sistémico.

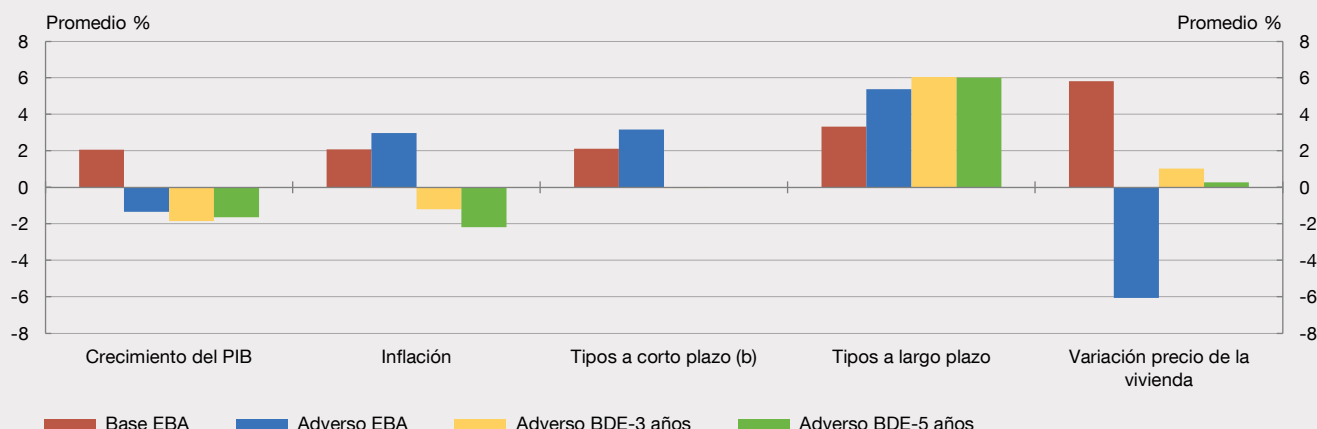
Como ejemplo ilustrativo de este esfuerzo, a continuación, se presenta un escenario hipotético adverso, alternativo

¹⁴ Véase el recuadro 2.1 del IEF de otoño de 2024.

¹⁵ Se incluyen menos entidades que en el ejercicio FLESB, entrando en el análisis BBVA, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, Caixabank y Unicaja Banco.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 14
Escenarios macroeconómicos en España (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Para los escenarios del ejercicio EU Wide de la EBA, se presentan los promedios de los tres años del horizonte. Para el escenario adverso diseñado por el BdE, se presentan las medias hasta el año 3 (barra verde) o hasta el año 5 (barra amarilla).
b Las sendas de tipos a corto plazo corresponden al Euribor 3 meses.

al coordinado por la EBA, que considera dos de las principales fuentes de riesgo del entorno actual: un mayor impacto de las debilidades fiscales en los mercados de deuda soberana de la UE y otras economías avanzadas, y la posibilidad de un recrudecimiento en las tensiones comerciales globales (véase Capítulo 5).

En particular, el escenario contempla una combinación de (i) crisis de deuda soberana en la Unión Europea iniciada por una crisis fiscal en Francia y pérdida de confianza en la política fiscal de Estados Unidos¹⁶, y (ii) un agravamiento de las tensiones comerciales a nivel global. El escenario hipotético resultante lleva aparejado un fuerte aumento en las primas de riesgo exigidas por los inversores para distintas categorías de activos, y da lugar a una caída sostenida de la actividad económica, un fuerte aumento del paro y un entorno deflacionario.

Frente al escenario inflacionario planteado en el ejercicio de la EBA, en este caso se trata de un escenario deflacionario en el que la política monetaria del BCE

responde a la caída en la actividad y la inflación reduciendo sus tipos de interés de referencia, pero en el que la política fiscal, ante un contexto de elevadas primas de riesgo, se ve forzada a actuar de manera procíclica, mediante un ajuste fiscal que ahonda en la caída de la demanda agregada.

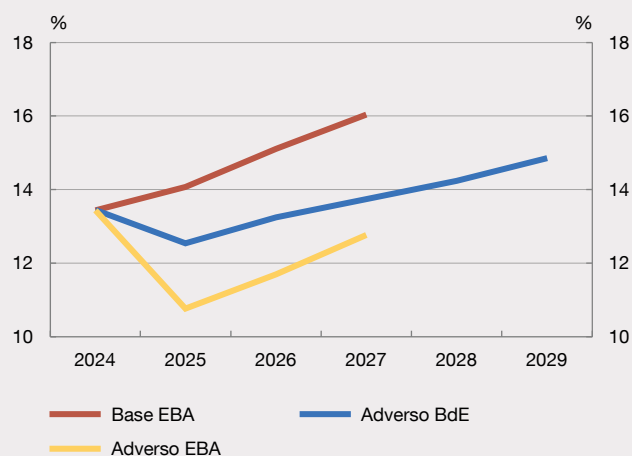
Cabe destacar que en este ejercicio se ha extendido el horizonte hasta los cinco años (frente a los tres habituales) para analizar las implicaciones de escenarios adversos más prolongados en el tiempo. Se pretende evaluar con ello una situación hipotética en la que riesgos vinculados a factores geopolíticos o de deuda pública, pudieran causar perturbaciones persistentes en el caso hipotético de que se materializasen.

El gráfico 14 compara los valores promedios de las principales variables macrofinancieras para España bajo los escenarios base y adverso de la EBA, y bajo este escenario alternativo diseñado por Banco de España. En términos de crecimiento del PIB, el escenario deflacionario es algo más

¹⁶ En el caso de la crisis fiscal de la UE, las perturbaciones adversas presionarían de forma significativa el equilibrio fiscal entre ingresos y gastos de distintos países miembros. Los supuestos para EEUU son menos severos, donde no se consideran presiones a corto plazo sobre el déficit sino una pérdida de confianza acotada en los mercados financieros por dudas sobre las posibles implicaciones negativas a medio y largo plazo de un nivel de endeudamiento elevado.

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

Gráfico 15
Evolución de la ratio de CET1

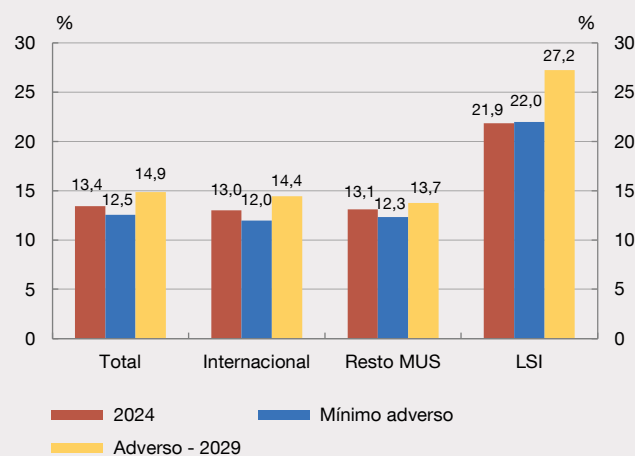


FUENTE: Banco de España.

severo, en particular en el horizonte de tres años, pero las diferencias están acotadas. Por el propio diseño de los escenarios, la senda de inflación es muy distinta entre ambos, con crecimientos medios de los precios por encima del 2 % en el escenario de la EBA y tasas de inflación negativas por debajo del -2 % en el escenario diseñado por el Banco de España. Esto se traslada igualmente a diferencias marcadas en términos de la respuesta de la política monetaria del BCE. Así, los tipos de interés a corto plazo se sitúan en el 3 % en el escenario de la EBA frente al 0 % aproximadamente en el del Banco de España. No obstante, los tipos a largo plazo de la deuda pública se sitúan en niveles comparables en ambos escenarios, ya que en el diseñado por el Banco de España el repunte de las primas de riesgo es más severo y compensa el menor nivel de los tipos de interés libres de riesgo.

Otra diferencia entre ambos escenarios es el comportamiento del precio de la vivienda. En el caso de la EBA se considera un comportamiento análogo al de la crisis financiera global (CFG). En el escenario del Banco de España, atendiendo al menor nivel de riesgo detectado en el mercado inmobiliario con respecto al periodo previo a la CFG (véase sección 4.1. en el texto principal), no se incorpora este ajuste severo.

Gráfico 16
Ratio CET1, observada en 2024, resultados en el adverso, final (2029) y mínimo proyectado



El gráfico 15 muestra la evolución de la ratio agregada CET1 entre 2024 y 2029 en el adverso BdE para el conjunto de entidades consideradas. La ratio de CET 1 se reduce hasta el 12,5 % en el primer año del ejercicio¹⁷, frente al 13,4 % observado en 2024. No obstante, sigue una trayectoria ascendente a lo largo del resto del horizonte de proyección, alcanzando un 14,9 % en 2029. Esto se explica por unos beneficios reducidos, pero positivos, y por la ausencia de crecimiento significativo del balance. En el horizonte de tres años, que es el que usa la EBA se observa una diferencia negativa marcada con respecto al escenario base, superior a 2 pp., que es sin embargo menor que la del propio escenario adverso de la EBA.

El gráfico 16 muestra los puntos de partida y los resultados para los distintos grupos de entidades. Al final del escenario adverso, todos los grupos de entidades aumentarían su nivel de capital respecto a 2024, si bien los resultados difieren en función de su situación de partida y modelo de negocio. El grupo Internacional parte de una ratio de CET 1 del 13,0 % en 2024 y alcanza un nivel del 14,4 % al final del escenario adverso, mientras que el grupo Resto MUS comienza con una ratio CET1 del 13,1 % y aumenta su capital hasta el 13,7 %. Por su parte,

17 A nivel agregado, existe una caída de la ratio de CET 1 en el primer año de proyección en el escenario adverso a pesar de que no se registra una pérdida neta. Esto se debe al impacto patrimonial directo por pérdidas en bonos soberanos a valor razonable que se contabilizan tras esta métrica y al reparto de beneficios (aunque en el agregado existe beneficio nulo, algunas entidades sí obtienen ganancias).

EVALUACIÓN PROSPECTIVA DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL (cont.)

el grupo LSI presenta las mayores ratios de CET1 de partida, 21,9 %, aumentando su nivel hasta el 27,2 %.

Conclusiones

Los resultados indican que el sistema bancario sería capaz de absorber las pérdidas ocasionadas por un hipotético escenario como el coordinado por la EBA en su ejercicio de *stress test* de este año para el conjunto de la UE, caracterizado por una fuerte recesión y un repunte de presiones inflacionarias, asociados a un escenario extremo de materialización de riesgos geopolíticos. Estas perturbaciones deteriorarían la capacidad de pago de los agentes, elevando las dotaciones por deterioro y frenando el crecimiento del negocio bancario, lo que se traduciría en una rentabilidad reducida durante el horizonte del ejercicio. En este escenario adverso, las pérdidas son especialmente marcadas al inicio, por la abrupta reversión de expectativas. En los dos años posteriores, la reducción del balance y una rentabilidad débil pero positiva permiten recuperar parte del nivel de solvencia original. No obstante, la ratio CET1 agregada final se sitúa sustancialmente por debajo de la del escenario base, y algo por debajo del punto de inicio.

Los impactos estimados sobre la solvencia son menores si la contracción económica se combina con un entorno deflacionario en el cual la respuesta de la política monetaria produce una senda con menores tipos de interés a corto plazo. En este escenario alternativo, los tipos de interés más bajos reducen los impagos y aumentan el valor de las garantías inmobiliarias, mitigando las pérdidas. Este efecto positivo de una menor senda de tipos a corto es de mayor cuantía que los efectos negativos sobre el margen de interés. Esta mayor resistencia se mantiene incluso si se considera un horizonte de cinco años, más largo del habitual en ejercicios de pruebas de resistencia, en el que persisten las dinámicas recesivas.

En conjunto, los análisis confirman que el sector bancario parte de una posición relativamente resiliente y que, bajo el escenario base, puede reforzarla en los próximos años. Sin embargo, se deben aplicar ciertas cautelas a la hora de valorar estos resultados, relacionadas tanto con la incertidumbre inherente a estos ejercicios como con

la incertidumbre general asociada al entorno actual de riesgos macrofinancieros. Esta última requiere mantener una monitorización especialmente atenta, para detectar la posibilidad de que emerjan nuevos escenarios de riesgo relevantes.

A pesar de que los escenarios contemplan impactos muy severos sobre distintas variables macrofinancieras, comparables a los de la CFG, las pruebas realizadas indican que la solvencia de los bancos no se deterioraría a los niveles observados durante aquella.

Por una parte, esto se debe a que los balances bancarios no presentan hoy un exceso de concentración en el sector inmobiliario. Por ejemplo, los préstamos para promoción inmobiliaria y construcción de vivienda representaban en 2008 el 50 % de la cartera de crédito a empresas, mientras que dicho peso está algo por debajo del 15 %. De forma más general, el crédito inmobiliario representa hoy una fracción contenida del PIB y del conjunto del crédito bancario, y no se aprecian en él dinámicas excesivamente fuertes como las que precedieron a la CFG (véase sección 4.1.2). Además, los estándares de concesión del crédito hipotecario se sitúan en niveles significativamente más prudentes que los que se observaban en los años previos a la crisis (véase de nuevo sección 4.1.2), lo que contribuiría a moderar tanto el repunte de las tasas de impago en escenarios adversos como las pérdidas esperadas asociadas al impago.

Todo lo anterior implica una menor sensibilidad de la solvencia de los bancos españoles a la materialización de distintos escenarios de riesgo. No obstante, es igual de importante el aumento de su capacidad para absorber estos impactos. Las ratios de capital son hoy sustancialmente superiores a las observadas en los años que precedieron a la CFG. Así, la ratio de capital Tier 1 (el de mayor calidad considerado por los supervisores antes de la CFG) del conjunto de las entidades analizadas se situaba en 2007 por debajo del 8 %, mientras que hoy lo hace cerca del 15 %, casi el doble (en términos *fully-loaded*). La ratio de capital CET1 (una definición más estricta de capital introducida como parte de las reformas posteriores a la CFG) se situaba en 2014 (primer año en que fue requerida de forma efectiva) en torno al 10 %, mientras que hoy lo hace por encima del 13 % (en términos *fully-loaded*).

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	 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	 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.

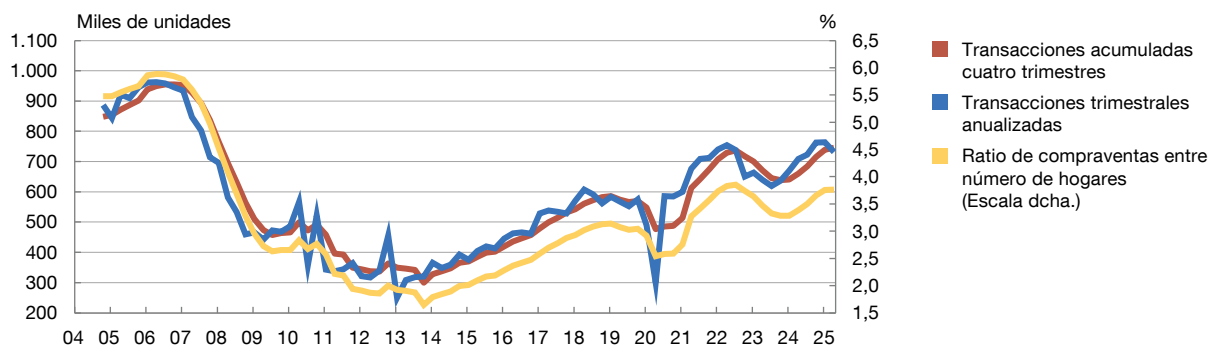
¹ La similitud en términos de compraventas entre estas dos fechas se reduce cuando se considera el crecimiento poblacional, ya que el volumen acumulado de compraventas en el primer trimestre de 2008 equivalía al 4,5 % de los hogares residentes frente al 3,7 % en el segundo trimestre de 2025.

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.

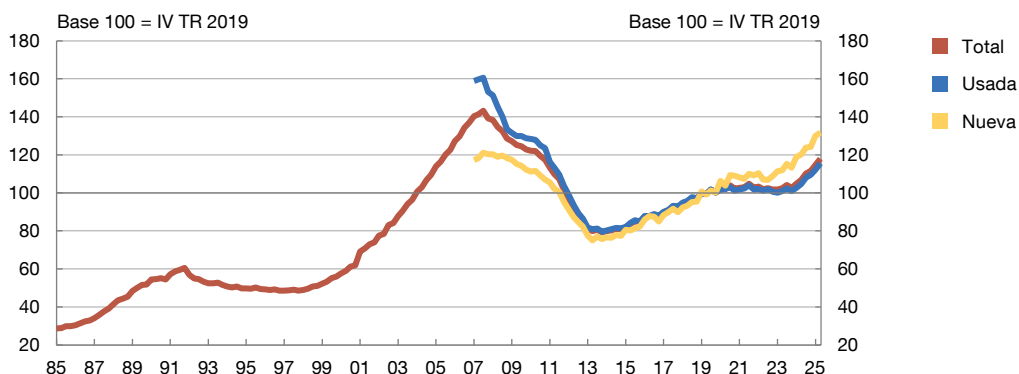
Gráfico 4.1

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)



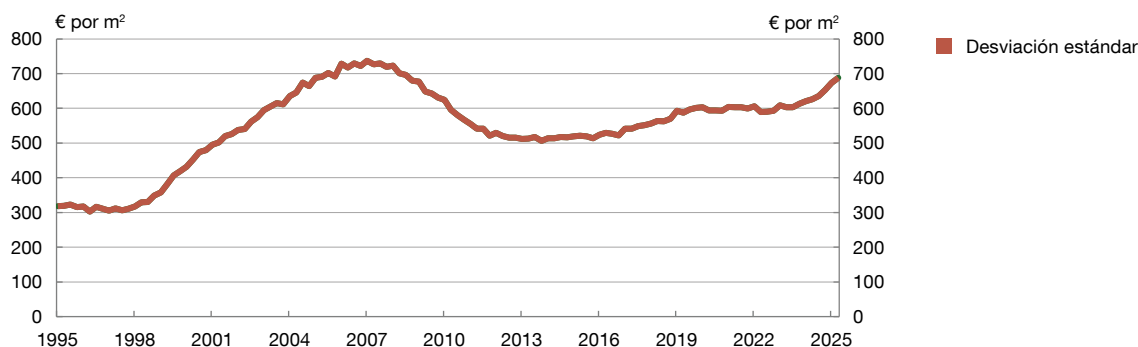
FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible. Última observación: segundo trimestre de 2025.

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.

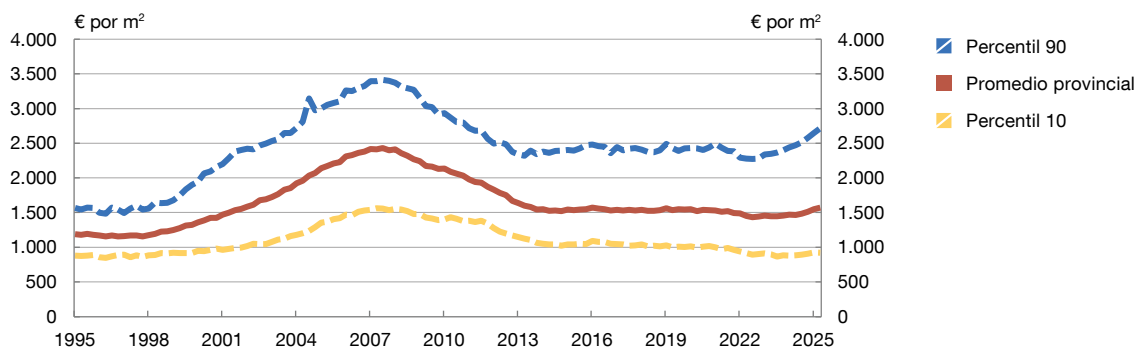
La heterogeneidad provincial en los precios de la vivienda se ha incrementado en el período reciente. El crecimiento robusto de los precios reales en las provincias donde son más elevados, frente al modesto aumento o atonía en aquellas provincias donde son medios o bajos, ha producido un aumento de la 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.

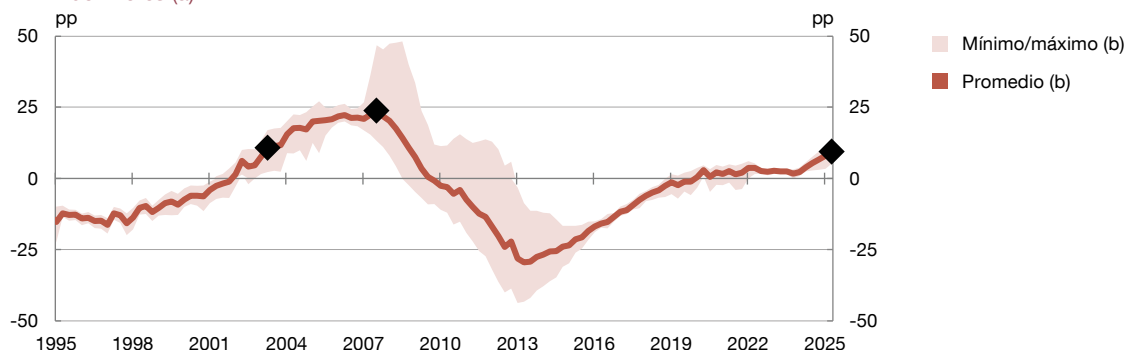
Los indicadores que relacionan los precios de la vivienda en España con la renta de los hogares y los tipos de interés muestran una evolución ascendente, por encima de su nivel de largo plazo estimado. Estos indicadores presentan valores más positivos cuando las variaciones en los precios de la vivienda 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).

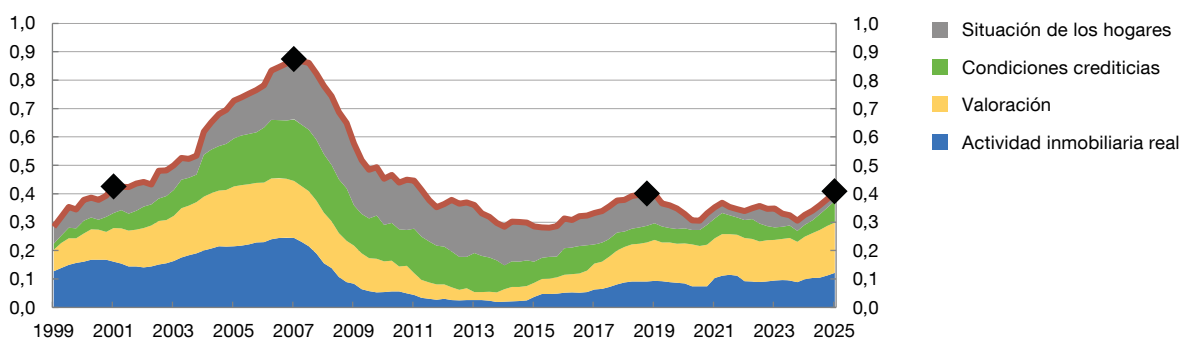
Gráfico 4.4

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).

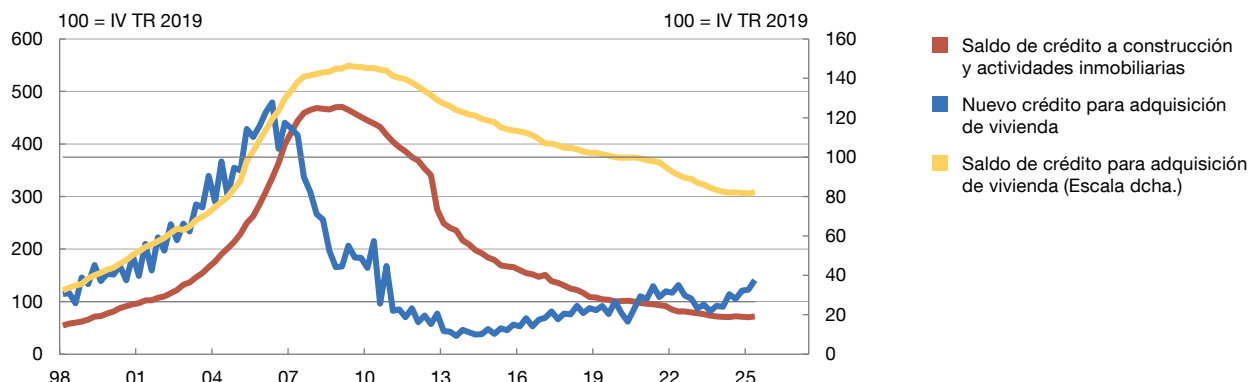
El crecimiento continuado del flujo de crédito nuevo ha propiciado que el saldo del crédito hipotecario a hogares destinado a la compra de vivienda se incremente moderadamente. Este saldo fue, en el segundo trimestre de 2025, un 2,4 % superior al del mismo trimestre del año anterior, un crecimiento interanual 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.

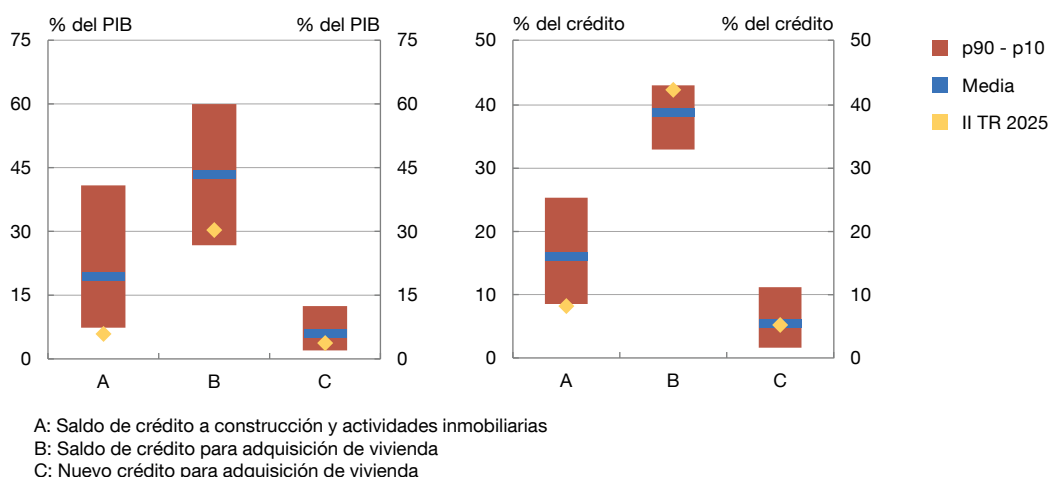
Gráfico 4.5

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.



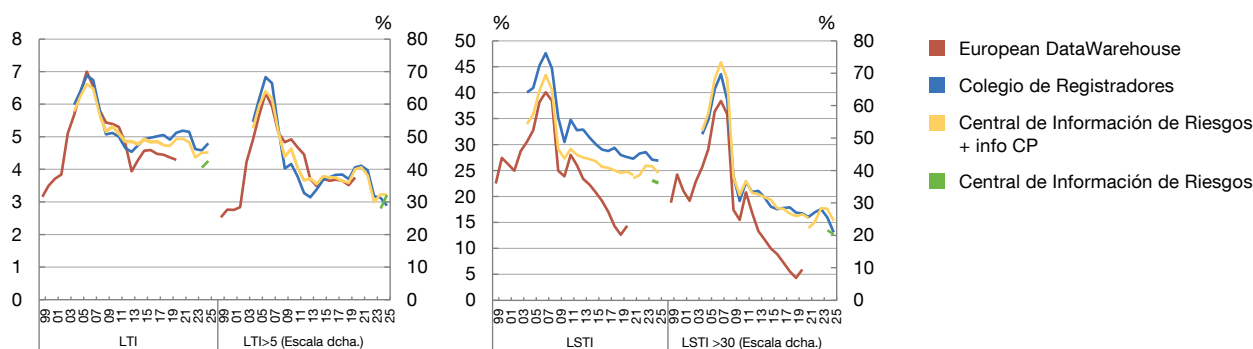
La financiación bancaria otorgada al sector de la construcción y las actividades inmobiliarias también mostró un crecimiento moderado, pero se mantiene cerca de mínimos históricos. El saldo nominal de este tipo de crédito aumentó en términos interanuales un 3,7 % en junio 2025, continuando una tendencia 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

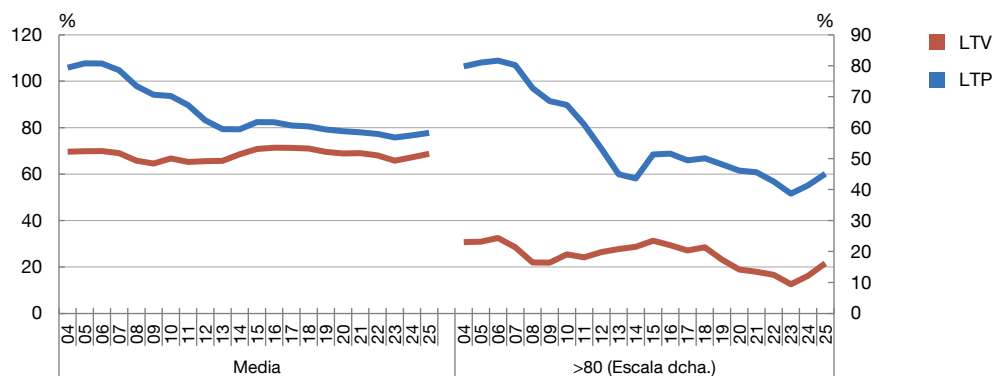
Gráfico 4.6

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 %.

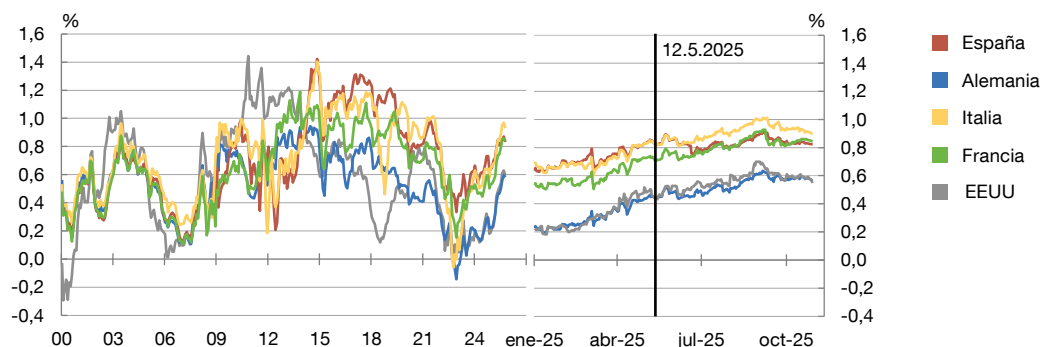
No obstante, las expectativas de mercado sobre la evolución de los tipos oficiales en ambas áreas han divergido (véase el gráfico A2.4.2.1 del anejo 2). Los mercados esperan que el tipo oficial en EEUU continúe descendiendo gradualmente en los próximos meses hasta alcanzar niveles más reducidos de lo 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

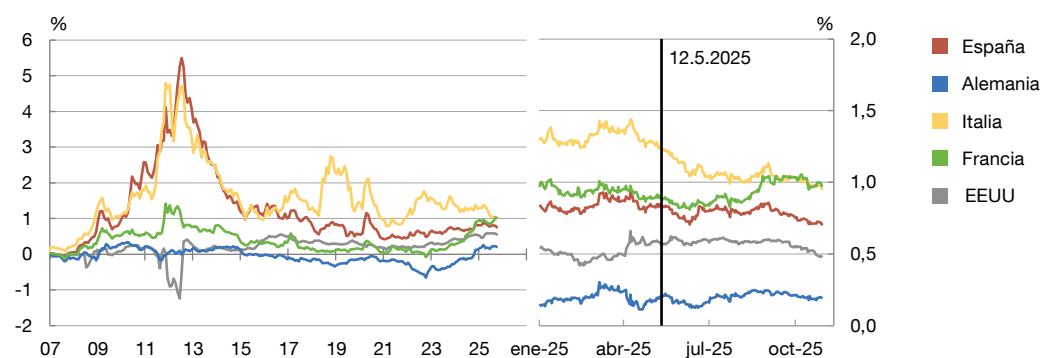
Gráfico 4.7

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.

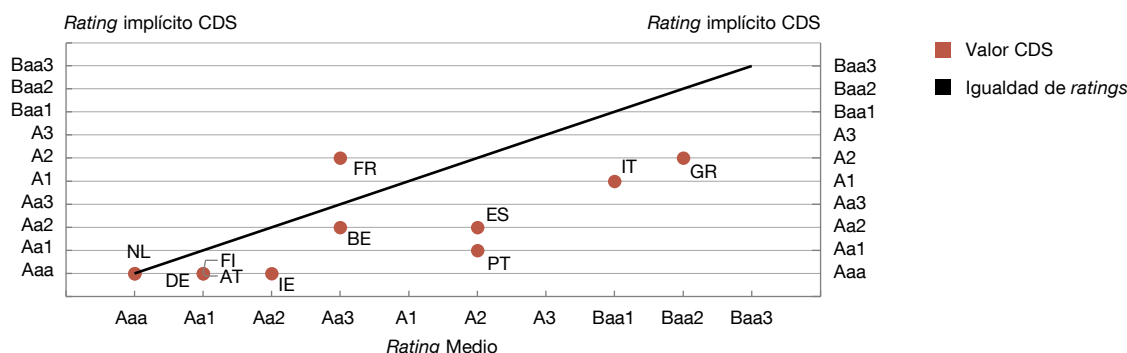
Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas se han reducido en la mayoría de los países del área del euro y, especialmente, en EEUU. Estas últimas se habrían visto afectadas por las expectativas de una política monetaria más acomodaticia. A la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades 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 «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.

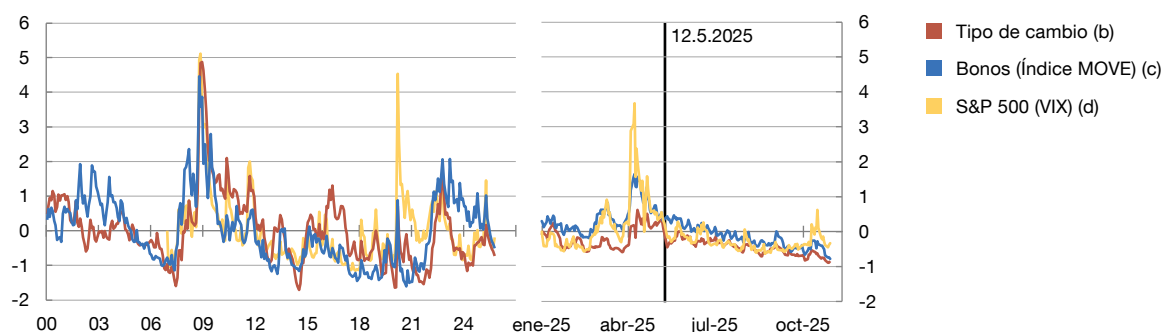
12 Para España, S&P elevó el 12 de septiembre la calificación del bono soberano de A a A+, con perspectiva «estable». Además, el 26 de septiembre Moody's y Fitch elevaron la calificación de España de Baa1 a A3 y de A- a A, respectivamente.

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

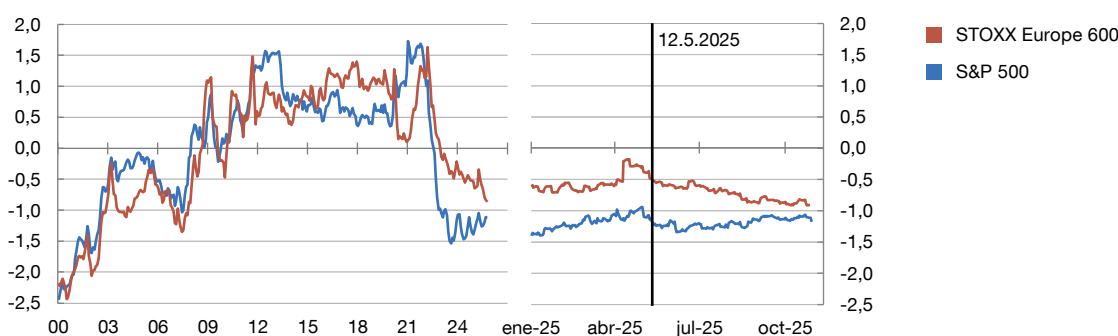
Gráfico 4.9

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.

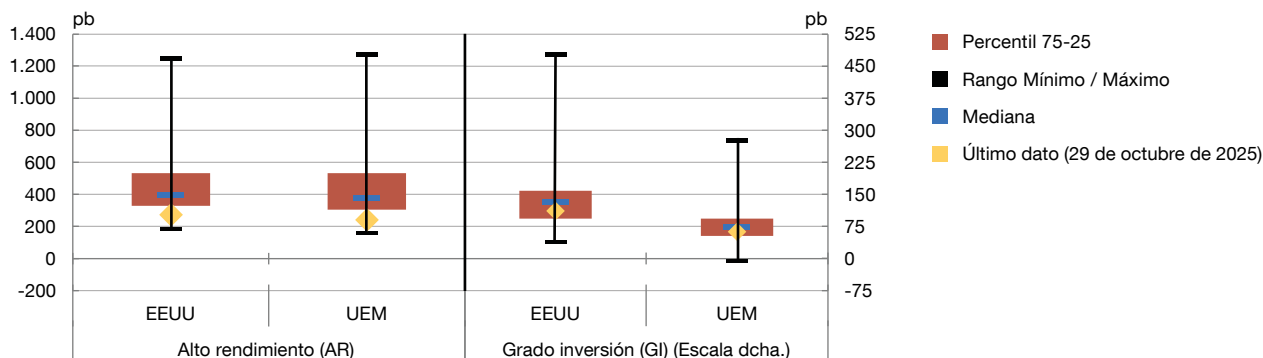
- a Datos estandarizados con la media y desviación estándar del período 2000-2025. El panel izquierdo incluye datos de medias mensuales, y el panel derecho datos diarios.
- b Promedio de la volatilidad a tres meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.
- c El MOVE mide la volatilidad implícita en el 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.

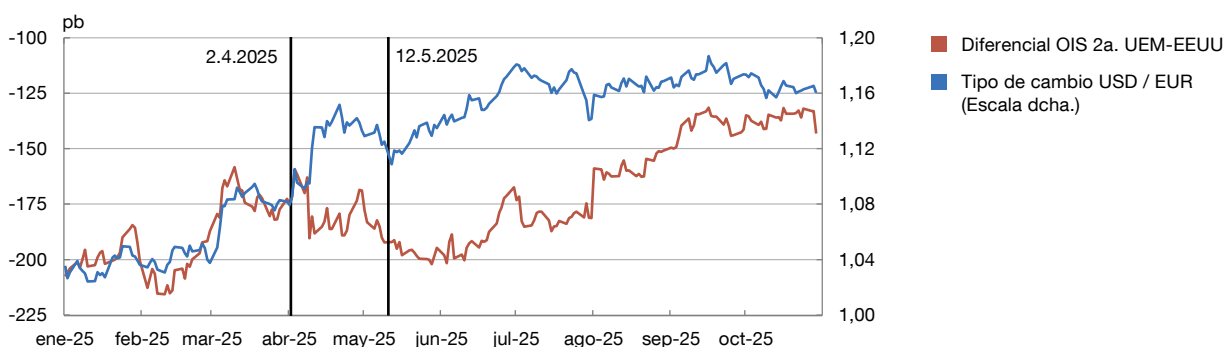
¹⁴ De acuerdo con los datos desde 1999 de volúmenes acumulados de emisiones corporativas procedentes de Dealogic, la deuda corporativa de alto rendimiento actualmente supone un 18,5 % y un 14,1 % de la deuda corporativa total en EEUU y el área del euro, respectivamente.

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



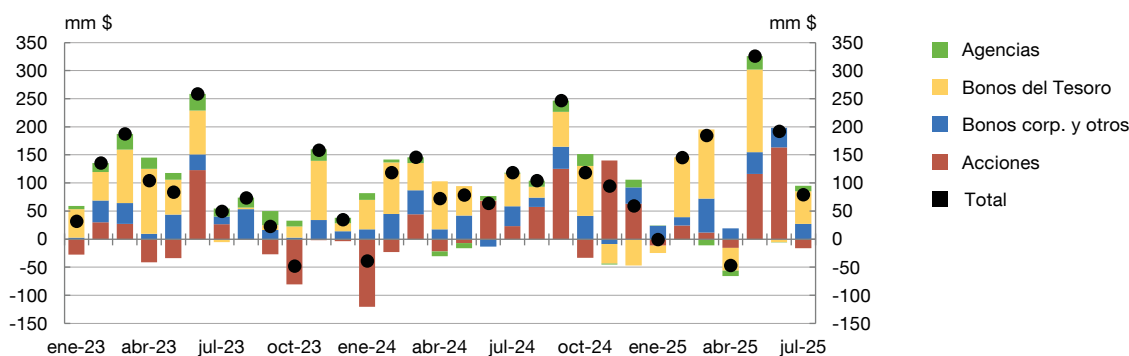
FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License. Última observación: 29 de octubre de 2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

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.

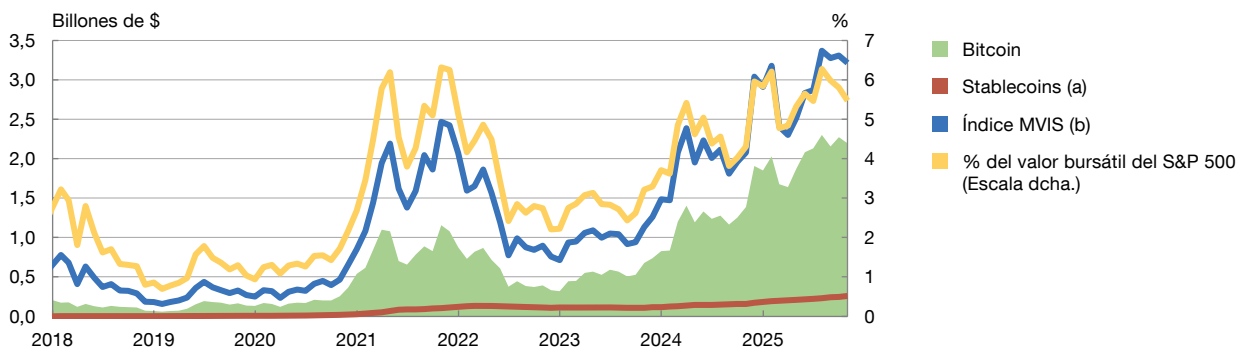
¹⁶ La excepción la constituyó Argentina, con una depreciación del tipo de cambio y un aumento del diferencial soberano ante la creciente incertidumbre política previa a las elecciones legislativas del 26 de octubre. El apoyo explícito de la Administración estadounidense y el resultado electoral favorable 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.

ANÁLISIS DE LA HETEROGENEIDAD GEOGRÁFICA EN EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE EL PERÍODO RECIENTE (2022-2025)

En este recuadro, se utiliza información a nivel de código postal para examinar la relación empírica del crecimiento de los precios de vivienda en España entre 2022 y 2025 con distintos factores socioeconómicos y con el uso y condiciones del crédito hipotecario. Con respecto a datos más agregados, los organizados por código postal proporcionan una mayor variedad de condiciones con las que inferir si hay asociación entre las distintas variables en el periodo de estudio¹.

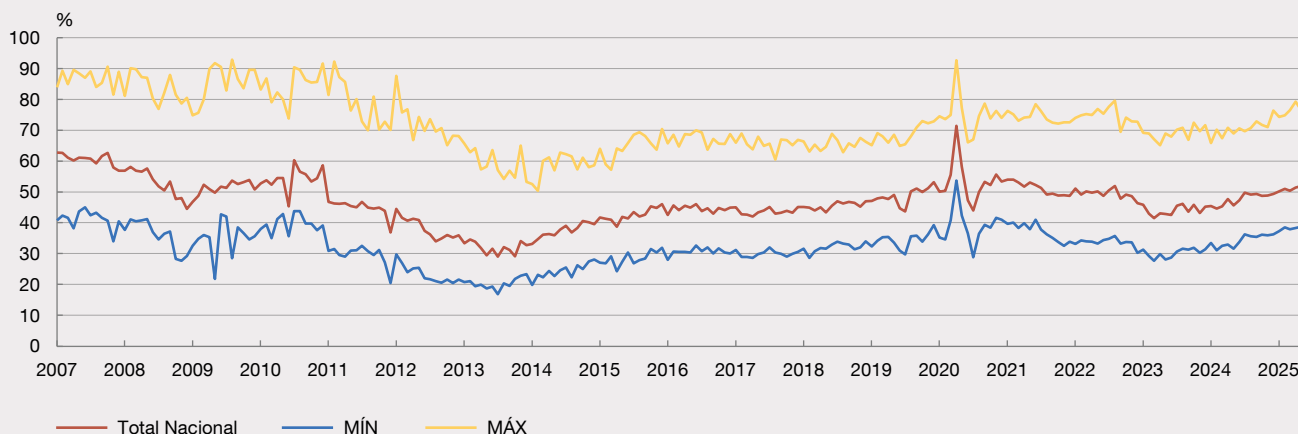
Es de particular interés examinar si, más allá de factores reales como la presión del crecimiento demográfico o de la renta, el uso más o menos intenso de la financiación hipotecaria y las condiciones en que se concede aparecen asociados a diferencias en la evolución de los precios de la vivienda. El foco en las condiciones hipotecarias está motivado por varios hechos estilizados a nivel agregado que apuntan a su relevancia para el mercado de la vivienda, como son el volumen de compraventas de vivienda con financiación hipotecaria, o la correlación positiva entre el precio medio de la vivienda y el importe medio de los préstamos hipotecarios.

En particular, un porcentaje relevante de compraventas de vivienda aparece asociado a préstamos hipotecarios. Según información del Centro de Información Estadística del Notariado, el porcentaje de compraventas de vivienda financiadas con hipoteca se situaba en el 51,1 % en el primer semestre de 2025 (véase gráfico 1). Esta cifra es, no obstante, inferior al 61,5 % observado en 2007 (año más antiguo disponible) y refleja un mayor uso de recursos propios desde la crisis financiera global. En el período reciente, se observa un repunte en el uso de hipotecas desde 2023.

Además, existe una elevada heterogeneidad geográfica en el porcentaje de compraventas acompañadas de hipoteca (por ejemplo, su rango por Comunidades Autónomas se situaba entre el 40 % y el 70 % en el primer semestre de 2025), pero esta también se ha reducido desde 2007.

En el texto principal ya se ha mostrado evidencia de una heterogeneidad notable en la evolución del precio de la vivienda a nivel provincial (véase gráfico 4.2). Esta también se observa a nivel de código postal (por ejemplo, con un

Gráfico 1
Evolución de las operaciones de compraventa con financiación hipotecaria (a)



FUENTE: Colegio del Notariado. Última observación junio de 2025.

a Las bandas reflejan los valores máximos (MÁX) y mínimos (MÍN) del porcentaje de las compraventas realizadas con financiación hipotecaria, calculados en cada fecha a partir de los valores observados en las distintas comunidades autónomas.

1 Por ejemplo, la presión del crecimiento poblacional dentro de una provincia típicamente es desigual entre las subzonas geográficas que designan los códigos postales o las condiciones de préstamo pueden variar entre códigos postales por distintos factores de demanda y oferta. El análisis a nivel de operación y/o prestatario proporcionaría información adicional con la que mejorar la identificación e inferencia estadística. El análisis a nivel de código postal en este recuadro es un paso intermedio en un programa de trabajo más amplio.

Recuadro 4.1

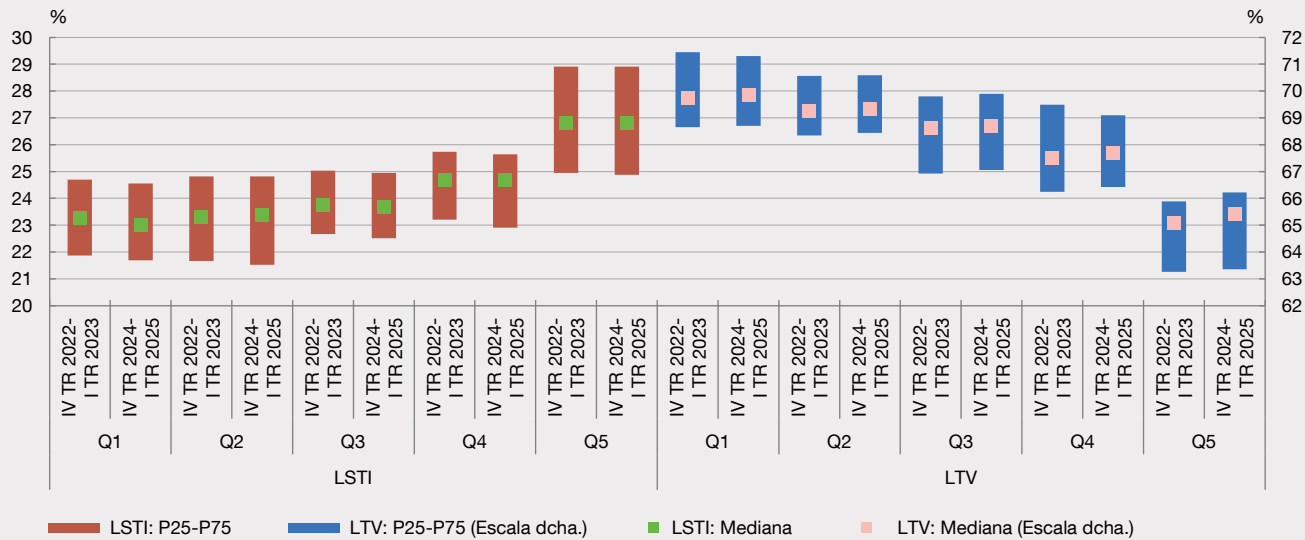
ANÁLISIS DE LA HETEROGENEIDAD GEOGRÁFICA EN EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE EL PERÍODO RECIENTE (2022-2025) (cont.)

rango entre 1.334 y 3.467 euros/m² a junio de 2025)². Existe igualmente cierta heterogeneidad en términos de condiciones hipotecarias, como la ratio de importe sobre valor de la garantía (LTV, por sus siglas en inglés) y la carga de la deuda asumida sobre la renta (LSTI). El gráfico 2 muestra que, en el período que transcurrió desde 2022T4-2023T1 hasta 2024T4-2025T1, las distribuciones de LTV y LSTI por código postal han permanecido relativamente estables y refleja una distribución geográfica acotada, con LSTI medianos entre 23 pp y 27 pp y LTV medianos entre 65 pp y 70 pp. Además, los códigos postales de renta alta son los más diferenciados, con LTV más bajo y LSTI más alto, lo que tendría un efecto mixto sobre la asunción de riesgo. En estos códigos postales se asume una mayor

carga, pero el mayor valor de las garantías mitiga este riesgo.

A continuación, se analiza la relación, a nivel de código postal, entre la variación reciente de los precios de vivienda y las condiciones hipotecarias y distintos factores socioeconómicos. Para ello, se ha realizado un análisis econométrico a través de regresiones. La muestra contiene información sobre compraventas, préstamos hipotecarios y variables socioeconómicas a nivel de código postal de dos períodos: 2022T4-2023T1 y 2024T4-2025T1³. Para obtener una muestra homogénea y garantizar la comparabilidad entre ambas fechas, se utilizan únicamente operaciones con tipos de vivienda similares⁴. Se considera como variable

Gráfico 2
Evolución de las condiciones de concesión hipotecaria entre IV TR 2022-I TR 2023 y IV TR 2024-I TR 2025 según el nivel de renta del código postal (a) (b) (c)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores, Instituto Nacional de Estadística. Última observación junio de 2025.

- a Se estima el valor de la ratio LSTI 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 nota A2.4.1.3 en el anejo 2.
- b La ratio LTV es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda en el momento de la compraventa, de acuerdo con la información disponible del Colegio de Registradores.
- c El rango intercuartílico de las ratios LTV y LSTI se corresponde con la diferencia entre la media del primer cuartil y la media del tercer cuartil de la distribución entre códigos postales de las ratios LTV y LSTI. La mediana es igualmente calculada agregando observaciones a nivel de código postal. Estos cálculos se replican para distintos grupos de códigos postales agrupados por quintiles de renta (de Q1 a Q5).

2 Se deflactan los precios nominales por el IPC provincial y se expresan por metro cuadrado de superficie útil.

3 La elección del período base (2022T4-2023T1) evita los posibles efectos atípicos asociados a la recuperación tras la crisis sanitaria del COVID-19.

4 Se seleccionan las transacciones de pisos de precio libre, cuya superficie está comprendida entre 40 y 150 metros cuadrados, de lo que resulta una muestra de 301.741 transacciones. Se restringe la muestra a aquellos códigos postales con más de 30 operaciones de compraventa en ambos períodos, para así considerar mercados locales suficientemente profundos. La muestra final contiene 1.083 códigos postales. En la estimación de la regresión se ponderan las observaciones utilizando el número de transacciones realizadas en el período inicial.

ANÁLISIS DE LA HETEROGENEIDAD GEOGRÁFICA EN EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE EL PERÍODO RECIENTE (2022-2025) (cont.)

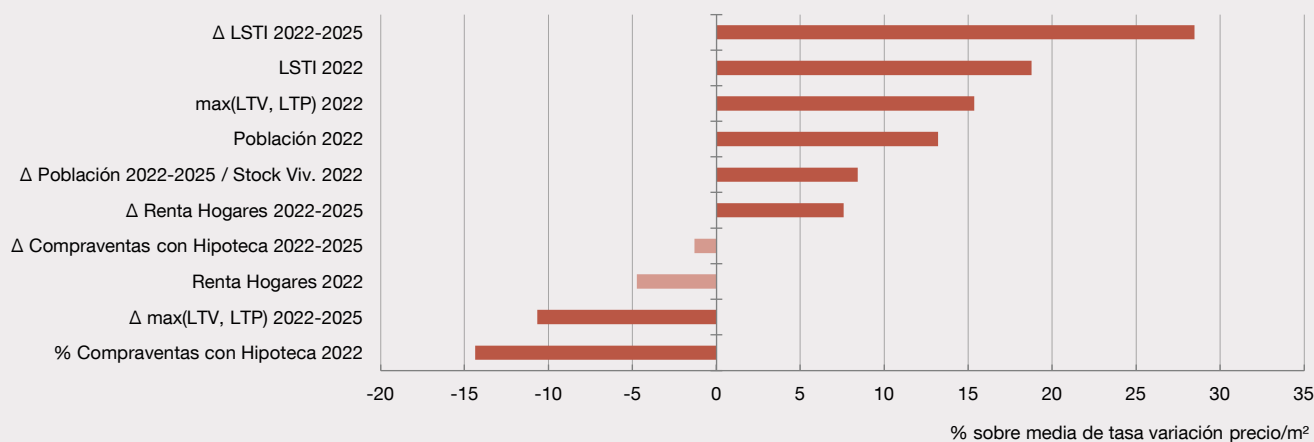
dependiente la tasa de variación del precio medio real de compraventa por metro cuadrado del código postal entre los dos períodos considerados. Se incluyen como variables explicativas financieras: 1) la proporción de las compraventas realizadas con hipoteca; 2) la ratio LSTI, y 3) el máximo entre las ratios LTP y LTV⁵. Estas variables se incorporan tanto en nivel en el período inicial como en tasas de variación entre los dos períodos.

Adicionalmente, como variables de control se consideran distintas características demográficas y de renta, relevantes para medir presiones de factores reales sobre demanda y oferta: población y renta media por código postal (valor al inicio del primer período y variación entre períodos), y la ratio de la variación de la población sobre el *stock* inicial de viviendas existentes en el municipio correspondiente al código postal. Esta última variable es particularmente importante, como aproximación a la presión de demanda en relación con la oferta inicial de vivienda disponible.

Los resultados del análisis econométrico indican que las variables financieras, una vez se han tenido en cuenta determinantes demográficos y de renta, tienen una relación significativa con el incremento de precios a nivel código postal (véase gráfico 3). Aquellos códigos postales con hipotecas concedidas en promedio con mayores niveles iniciales o incrementos de LSTI, o mayor nivel inicial de las ratios LTV o LTP han tendido a experimentar un incremento mayor en el precio de la vivienda. No obstante, el incremento en las ratios LTV y LTP tiende a estar correlacionado con menores incrementos en el precio de la vivienda. Esto es indicativo de que, una vez se tienen en cuenta el resto de las condiciones de concesión, en los códigos postales con mayor crecimiento de los precios el importe medio de las hipotecas no ha podido crecer al mismo ritmo⁶. En cualquier caso, los efectos de mayor tamaño aparecen relacionados con la ratio LSTI y su incremento en el período muestral, de forma que unos valores más relajados en el conjunto de los indicadores de

Gráfico 3

Variación del precio/m² estimado por el modelo ante incrementos de las distintas variables explicativas (a)



FUENTES: Elaboración propia a partir de datos del Colegio de Registradores y del Instituto Nacional de Estadística.

a El gráfico muestra la tasa de variación estimada del precio por metro cuadrado de la vivienda tras un incremento intercuartílico (percentil 25 a percentil 75) en la distribución de cada variable explicativa. El valor de cada barra se obtiene multiplicando el rango intercuartílico de cada variable por el coeficiente estimado de esa misma variable en la regresión lineal que incluye todas las variables explicativas que aparecen en el gráfico. El resultado final está expresado en porcentaje de la media de la tasa de variación del precio por metro cuadrado observado en la muestra. El análisis se hace a nivel código postal en el período utilizando la variación en los precios entre IV TR 2022-I TR 2023 y IV TR 2024-I TR 2025. La notación Δ indica tasa de variación. Las barras representadas en color más oscuro indican aquellas variables cuyos coeficientes en la regresión son significativos a un 5 % de nivel de confianza. Los errores estándar de la regresión están corregidos por heterocedasticidad.

5 La inclusión del máximo entre LTV y LTP permite capturar el mayor riesgo crediticio asociado a los préstamos, ya sea por el menor valor entre el valor de tasación y el precio de compra, además de evitar problemas de colinealidad. Se ha explorado también el uso de la variable de préstamo sobre renta (LTI, por sus siglas en inglés), pero debido a su alta correlación (superior al 90 %) con la ratio LSTI, no contribuía información adicional significativa.

6 Esto obedecería a factores de oferta o de demanda, cuya identificación separada requiere de un análisis más complejo. En cualquier caso, señalaría que se han alcanzado ciertos límites de endeudamiento y la necesidad de un ahorro inicial mayor en relación con el valor de la vivienda.

ANÁLISIS DE LA HETEROGENEIDAD GEOGRÁFICA EN EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA DURANTE EL PERÍODO RECIENTE (2022-2025) (cont.)

Cuadro 1

Incremento del precio/m² estimado por el modelo para grupos de códigos postales con distintos incrementos de población sobre el *stock* de vivienda y distintos incrementos de la ratio LSTI (a)

		Δ LSTI 2022-2025				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5
Δ Población 2022-2025 / <i>Stock</i> Viv. 2022	Q1	11,4	10,5	11,0	11,3	12,6
	Q2	11,5	11,7	12,1	12,3	13,0
	Q3	12,3	12,4	12,2	13,3	14,0
	Q4	12,2	12,7	13,2	13,6	14,8
	Q5	14,6	13,5	15,7	14,4	16,5

FUENTES: Elaboración propia a partir de datos del Colegio de Registradores y del Instituto Nacional de Estadística.

a El gráfico muestra el incremento del precio por metro cuadrado de la vivienda estimado por el modelo en los quintiles de la distribución del incremento de la población sobre el *stock* inicial de vivienda y del incremento de la ratio LSTI entre IV TR 2022-I TR 2023 y IV TR 2024-I TR 2025. Los valores se obtienen a partir de los coeficientes de una regresión multivariante que incluye las variables indicadas además de otras variables demográficas y financieras. Los incrementos estimados se obtienen utilizando la media de todas las variables explicativas dentro de cada submuestra formada por la intersección de cada quintil. La notación Δ indica tasa de variación.

condiciones de concesión estarían asociados a un mayor crecimiento de los precios.

Adicionalmente, la estimación también indica que la proporción de compraventas financiadas con hipotecas, medida al inicio del período de estudio, ha tenido una relación negativa con el incremento del precio de la vivienda, mientras que la variación de esta variable entre los dos períodos no ha ejercido un papel significativo. Esto sugeriría una mayor presión relativa de demanda sobre los precios por parte de compradores cuyos recursos propios son suficientes para adquirir viviendas (esto es, que no usan financiación hipotecaria).

Respecto a las variables demográficas, los resultados son coherentes con la hipótesis de que el crecimiento de la renta y de la población representan vectores de presión al alza sobre los precios de la vivienda. Además, un análisis exploratorio sugiere que las dinámicas demográficas, por ejemplo, el incremento de la población en relación con el *stock* de vivienda inicial, están asociados a incrementos más significativos en el precio de la vivienda. Estos parecen además intensificarse en

códigos postales con mayores crecimientos del LSTI (véase cuadro 1)⁷.

En conjunto, estos resultados señalan la existencia de una relación entre condiciones de concesión hipotecaria y precios de la vivienda. De forma más general, el estudio señala la importancia de un enfoque multifactorial, incorporando tanto variables reales como financieras, y del uso de datos granulares para caracterizar la variación de los precios de la vivienda.

Para la interpretación adecuada de los resultados, es necesario tener en cuenta que no se están estimando efectos causales. Esto es, no hay certeza de que modificando una variable explicativa en el futuro se observe el mismo cambio que el observado en el período muestral (por ejemplo, la variación de ratio LSTI o el crecimiento de la población no provocarían necesariamente por sí mismas los mismos efectos cuantitativos medidos en el período 2022-2025). Para profundizar en el análisis de la relación entre condiciones de crédito y mercado de la vivienda, el Banco de España está desarrollando un programa de trabajo más amplio, como se detalla en la sección 6.3.

7 El análisis de la relación entre cada variable y la variación en los precios de la vivienda (gráfico 3) parte del supuesto de que las demás variables del modelo se mantienen constantes. No obstante, es importante considerar que los códigos postales con características muy distintas, por ejemplo, en términos de evolución demográfica, también pueden presentar diferencias notables en otras variables incluidas en el modelo, lo que influye conjuntamente en el efecto estimado.

5

ANÁLISIS DE RIESGOS

5 ANÁLISIS DE RIESGOS

Esquema 5.1

Análisis de riesgos (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como 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.

Este capítulo discute los riesgos para la estabilidad del sistema financiero español identificados por el Banco de España y cómo pueden interaccionar con las vulnerabilidades analizadas en los capítulos anteriores. Este diagnóstico de riesgo se apoya tanto en las interacciones mantenidas por el personal del Banco de España con distintos expertos externos (véase recuadro 5.1) como en el análisis propio.

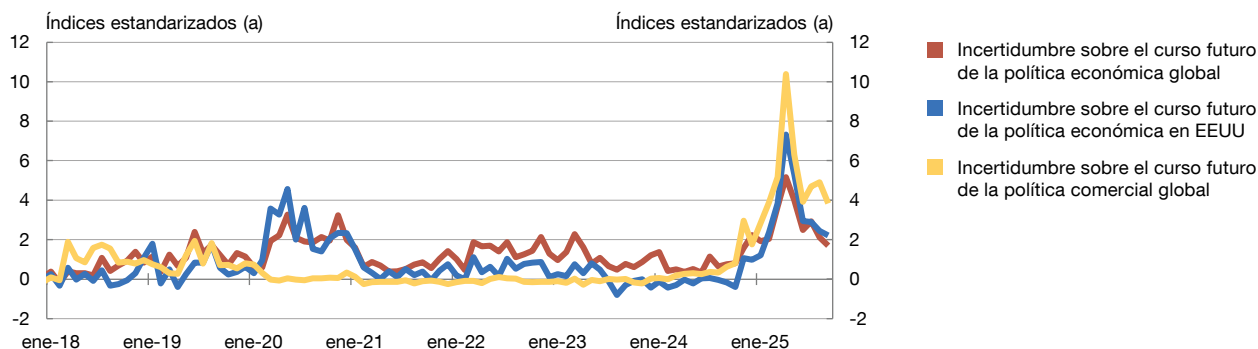
5.1 Riesgos geopolíticos

Las tensiones geopolíticas continúan siendo una de las principales fuentes de riesgos para la estabilidad financiera global. Si bien los acuerdos alcanzados recientemente entre

Gráfico 5.1

Los indicadores de incertidumbre sobre políticas económicas siguen en niveles elevados

5.1.a Indicadores de incertidumbre



FUENTES: *Economic Policy Uncertainty* a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). *Measuring Economic Policy Uncertainty*. *The Quarterly Journal of Economics*. Última observación: septiembre de 2025.

a Índices estandarizados con datos a partir de 1997, año de inicio de la serie de incertidumbre sobre el curso futuro de la política económica global.



EEUU y algunos de sus principales socios han contribuido a reducir la incertidumbre sobre la política comercial, esta se mantiene en niveles superiores a los normales desde finales de los años noventa (véase gráfico 5.1). De forma más general, la incertidumbre sobre las políticas económicas en EEUU y sobre el marco de gobernanza económica mundial tienen implicaciones globales. Además, la persistencia y posible escalada de conflictos bélicos conllevan riesgos adicionales.

Tensiones comerciales

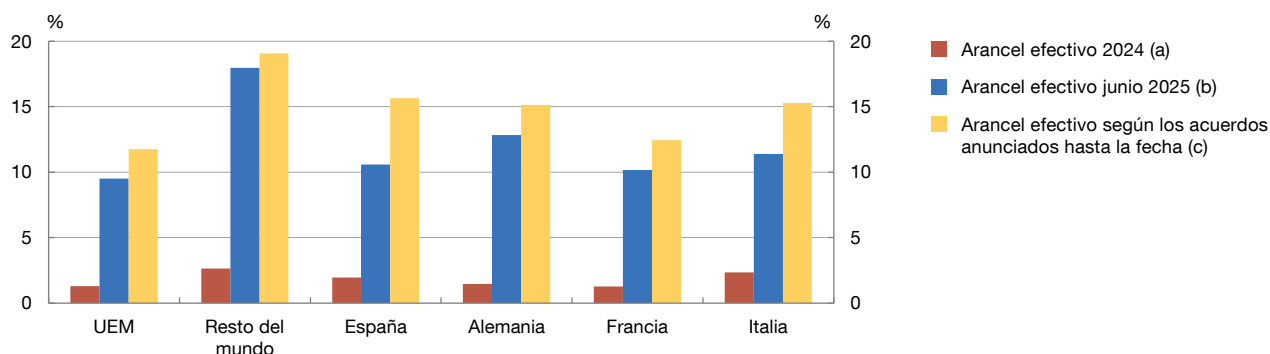
En los últimos meses se han anunciado acuerdos entre EEUU y sus principales socios comerciales, al tiempo que se hacían efectivos los incrementos de aranceles ya aprobados. Desde abril, EEUU ha alcanzado acuerdos con la Unión Europea (UE), China, Japón o el Reino Unido. Pese a ello, el arancel promedio efectivo que soportan las importaciones de EEUU alcanzó el 18 % a finales de octubre (incluyendo medidas anunciadas), frente a casi el 3 % en diciembre de 2024. Para las importaciones de EEUU desde el área del euro, el arancel promedio es algo más reducido y se sitúa cerca del 11 % frente al 1 % de finales de 2024 (véase gráfico 5.2).

Los acuerdos han reducido los riesgos vinculados a las políticas comerciales, pero persisten ciertos elementos de incertidumbre. En primer lugar, pese a los acuerdos recientes alcanzados entre EEUU y China para reducir los aranceles mutuos, persisten las tensiones entre ambos países y la incertidumbre respecto al resultado final de las negociaciones. Adicionalmente, varios de estos acuerdos incorporan cláusulas no arancelarias, cuyos efectos sobre el comercio global resultan complejos de discernir. Por ejemplo, en el caso del acuerdo entre EEUU y la UE estos compromisos afectan a sectores importantes como la defensa y la energía. En particular, incluyen aumentos de las compras de equipos de defensa y energía

Gráfico 5.2

Los aranceles impuestos por EEUU a sus socios comerciales se han incrementado en el periodo transcurrido de 2025

5.2.a Aranceles efectivos aplicados por EEUU sobre bienes importados



FUENTES: US Trade Census y Banco de España. Última observación: 29 de octubre de 2025.

a Nivel del arancel efectivo vigente en 2024.

b Nivel del arancel efectivo vigente a 1 de junio de 2025.

c Nivel del arancel efectivo según los acuerdos arancelarios anunciados hasta el 29 octubre de 2025. Se incluyen todas las medidas anunciadas, aunque algunas no estén todavía en vigor o no hayan sido confirmadas por ambas partes del acuerdo. Como excepción, no se incluye el cambio arancelario sobre vehículos pesados, medianos, autobuses y sus piezas que se anunció el 17 de octubre y entrará en vigor en 1 de noviembre de 2025.



estadounidenses, así como la realización de inversiones por parte de empresas privadas de la UE en EEUU. De igual modo, el acuerdo contempla otras medidas relacionadas con la seguridad nacional y las normas de origen¹, de manera similar a los realizados con otros países, como el Reino Unido.

Políticas de EEUU

La incertidumbre sobre las políticas económicas de EEUU continúa siendo elevada y abarca ámbitos diversos. Entre ellos, destacan la política migratoria, con la introducción de restricciones que tienen el potencial de reducir la oferta de trabajo, la relajación de la regulación financiera y el impulso de las *stablecoins* (véase sección 5.4), y de forma general, algunos cambios en el marco institucional, afectando en particular a la independencia de diversas agencias públicas.

Las presiones políticas sobre agencias gubernamentales independientes implican riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera. Las presiones políticas sobre distintas instituciones, incluida la propia Reserva Federal, podrían amenazar la independencia de estos organismos y afectar a las decisiones de política económica. Ello implicaría distintos riesgos macroeconómicos, principalmente sobre la estabilidad de precios y financiera,

¹ Las normas de origen sirven para determinar el país de origen de un producto y así poder aplicar de forma diferenciada medidas como aranceles y cuotas.

especialmente en el medio y largo plazo. Todos estos desarrollos pueden acabar afectando también al papel del dólar como moneda de reserva internacional, con posibles efectos de fragmentación financiera internacional.

Conflictos militares

Es difícil prever la evolución del impacto económico global de los graves conflictos bélicos iniciados desde 2022, que hasta ahora ha sido relevante, pero acotado. La guerra entre Rusia y Ucrania se ha recrudecido en el período transcurrido de 2025². Asimismo, a pesar del acuerdo de paz sobre Gaza, persiste el clima de tensión en Oriente Próximo. Los efectos económicos globales limitados de estos conflictos han contribuido a una menor percepción de este riesgo³, pero su escalada es incierta y puede ser rápida. Esta podría ocasionar disrupciones en las cadenas globales de suministro, en particular de materias primas energéticas, y un aumento generalizado de la aversión al riesgo.

Posibles impactos de los riesgos geopolíticos

La economía española, caracterizada por un elevado grado de apertura comercial, podría verse afectada por una desaceleración global si continúan materializándose riesgos geopolíticos. La relativa menor exposición directa a EEUU, en comparación con otras economías europeas, actúa, no obstante, como factor atenuante frente a los riesgos que operan a través de canales comerciales. En cualquier caso, el freno de la actividad reduciría la renta de hogares y empresas, y así su capacidad de pago. Todo ello contribuiría a mayor riesgo de crédito y mayores provisiones por deterioro en los bancos, mermando su rentabilidad. Si la hipotética desaceleración global fuese acompañada de un endurecimiento de las condiciones de financiación, la situación financiera del sector privado tendería a deteriorarse adicionalmente. Con todo, el bajo endeudamiento privado y la amplia base de financiación minorista del sistema bancario mitigarían parcialmente estos potenciales impactos (véanse secciones 2.1, 2.2 y 3.1 de este Informe). Las Administraciones Públicas (AAPP), que parten de una posición más frágil, se verían especialmente afectadas por una desaceleración de la actividad y un aumento de los costes de financiación.

Los nuevos compromisos de gasto en defensa asumidos por los miembros de la OTAN conllevarían un significativo aumento del mismo los próximos años. La evidencia histórica sugiere que, bajo ciertas condiciones, este tipo de impulso fiscal puede traducirse

2 Véase por ejemplo el *seguimiento* de eventos violentos en Ucrania y Rusia por parte del monitor ACLED (*Armed Conflict Location & Event Data*).

3 Por ejemplo, en el caso del petróleo, los ataques entre Irán e Israel a mediados de junio provocaron un aumento de los precios desde 65 hasta casi 80 dólares por barril de Brent, pero los efectos fueron transitorios y se disiparon una vez finalizó la conflagración, debido también a las revisiones a la baja de la demanda mundial y al aumento de la producción por parte de la OPEP. Tras el anuncio de sanciones de EEUU a las dos principales petroleras rusas realizado en octubre, el precio del petróleo volvió a repuntar recientemente.

en un mayor dinamismo de la actividad económica. Sin embargo, su impacto concreto es difícil de anticipar y depende de numerosos factores, entre los que cabe destacar su tamaño, su composición por partidas (p.ej., gasto en personal frente a I+D) o el grado en que el gasto se destine a importaciones⁴. Además, como se ha señalado en la sección 2.3, ello dificultaría la reducción de vulnerabilidades fiscales.

5.2 Riesgos en los mercados financieros

Valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo en un entorno incierto

Se mantiene en un nivel de riesgo alto la posibilidad de ajustes abruptos y pronunciados de las elevadas valoraciones bursátiles a nivel global. Como se ha anticipado ya en el capítulo 4, a pesar de la incertidumbre geopolítica y económica, la volatilidad en los mercados financieros se mantiene en niveles contenidos y las primas de riesgo son reducidas, lo que contribuye a elevar la valoración de los activos con riesgo. En particular, el precio de las acciones en relación con los beneficios de las empresas (PER, por sus siglas en inglés) se sitúa en niveles cercanos al percentil 75 de la distribución histórica en el área del euro y muy por encima de esta cota para el conjunto del mercado estadounidense (véase gráfico 5.3). Las valoraciones comparativamente más elevadas en las bolsas de EEUU se explican en gran parte por un grupo reducido de empresas de gran dimensión vinculadas con la tecnología y la inteligencia artificial (las denominadas «siete magníficas») con un peso muy alto dentro de la capitalización total del índice. Así, si se excluyen estas empresas para el cálculo del PER del índice general estadounidense S&P 500, su nivel se reduce significativamente, hasta situarse en valores cercanos al percentil 75.

Asimismo, se mantiene el riesgo de potenciales repuntes significativos en las primas de riesgo de los bonos corporativos, en particular en el segmento de alto rendimiento. En los mercados de renta fija corporativa los diferenciales se sitúan por lo general por debajo de su mediana histórica, tanto en el área del euro como en EEUU (véase gráfico 4.10). Estas primas corporativas son especialmente reducidas en términos históricos en el segmento de alto rendimiento.

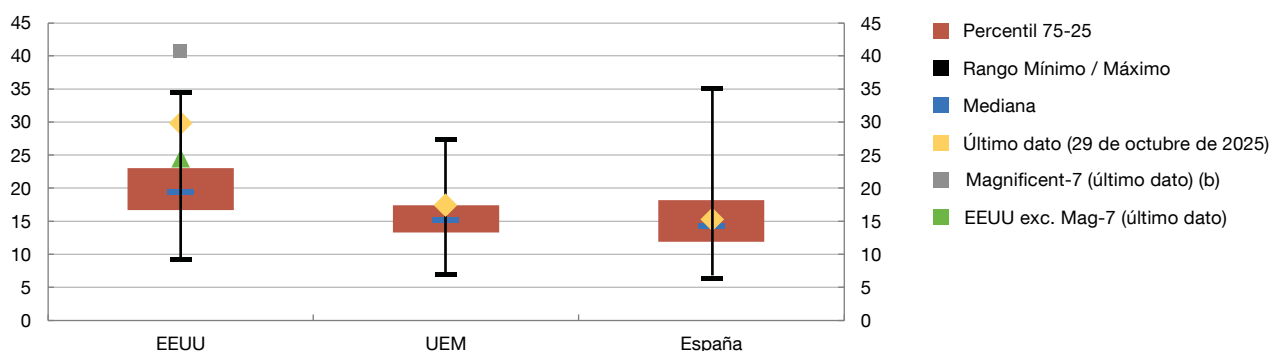
Las actuales valoraciones pueden ser vulnerables a correcciones en la medida en que incorporen expectativas demasiado optimistas de la evolución macroeconómica o de los resultados empresariales. Una llegada de noticias menos favorables sobre esta evolución podría renovar las tensiones financieras y dar lugar a un repunte de la volatilidad y a rápidas y acusadas correcciones de los precios y las primas de riesgo. Además, la existencia de intermediarios del sector financiero no bancario con apalancamiento elevado y posiciones de liquidez ajustadas, en particular fondos internacionales de posición abierta y de

4 Véase Banco de España (2025), “Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Junio 2025”.

Gráfico 5.3

El valor de los activos bursátiles en relación con los beneficios empresariales continúa siendo elevado desde una perspectiva histórica, especialmente en EEUU y para las denominadas «siete magníficas»

5.3.a Ratio PER de los mercados bursátiles (a)



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

- a Los datos de PER de EEUU corresponden al índice S&P 500 mientras que los de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y España son calculados por Datastream a partir de unos índices bursátiles de la UEM y España. Datos diarios desde enero de 1985 (enero de 1987 para España).
- b Se incluye a Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

inversión libre (*hedge funds*), podría amplificar las correcciones de valoración (véase la sección 3.2 de este Informe).

Importancia sistémica del sector tecnológico y de inteligencia artificial

La concentración bursátil en un grupo reducido de empresas ha aumentado significativamente en los últimos años y registra niveles históricamente elevados. Esto se observa especialmente en EEUU (véase gráfico 5.4), por el elevado peso de determinadas empresas pertenecientes al sector tecnológico y relacionadas con la inteligencia artificial⁵. Aunque la concentración bursátil es algo menos acusada en el EURO STOXX, las empresas más grandes también representan una parte significativa del índice⁶.

La potencial corrección de la valoración de las empresas tecnológicas de EEUU y su elevado peso bursátil continúa suponiendo un factor adicional de riesgo de mercado. La alta valoración de estas empresas refleja expectativas favorables que extrapolan a futuro el buen comportamiento mostrado hasta ahora por los resultados en este sector, que han sorprendido sistemáticamente al alza, ante la creciente demanda de los servicios proporcionados por ellas. Pero estas expectativas tan favorables podrían no cumplirse si se

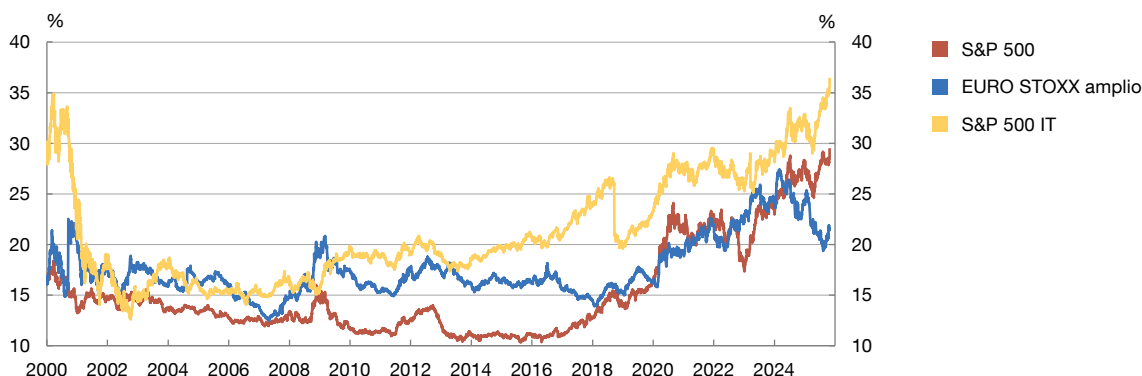
5 A fecha de cierre de este informe, el porcentaje de la capitalización bursátil de las empresas denominadas como «siete magníficas» sobre la capitalización bursátil total del índice S&P 500 es del 37 %.

6 En el caso europeo, la empresa tecnológica neerlandesa ASML es también el principal componente del índice EURO STOXX, pero entre los principales valores hay un menor peso de empresas tecnológicas y una mayor presencia de las pertenecientes a los sectores de la industria, la moda o el farmacéutico.

Gráfico 5.4

La concentración bursátil ha aumentado en los últimos años y registra niveles especialmente elevados en EEUU y en los valores relacionados con la tecnología

5.4.a Concentración bursátil (a)



FUENTES: LSEG Datastream y Bloomberg. Última observación: 29 de octubre de 2025.

a Los datos de los índices S&P 500 y EURO STOXX corresponden al porcentaje de la capitalización bursátil de las cinco mayores empresas de los dos índices en cada instante de tiempo sobre la capitalización bursátil total de los índices. Los datos del índice S&P 500 Tecnología de la Información (S&P 500 IT) corresponden al porcentaje de la capitalización bursátil de los valores que lo integran sobre la capitalización bursátil total del índice S&P 500.

materializan ciertos riesgos, como la aparición de nuevos competidores, la pérdida de negocio por cambios tecnológicos, potenciales problemas asociados a las cadenas de suministro globales o cambios regulatorios.

Los mercados financieros europeos no están exentos de los riesgos de concentración.

Por una parte, esta es también alta en ellos en comparación histórica, aunque en mucha menor medida que en EEUU. Además, los mercados europeos se ven también expuestos al riesgo de concentración en EEUU a través de las conexiones internacionales entre empresas o del impacto que una corrección en las bolsas americanas ejercería sobre las condiciones financieras globales.

La valoración de la deuda soberana

Existe el riesgo de repunte de las primas de riesgo de la deuda soberana si los mercados pasasen a mostrar una mayor preocupación por la situación fiscal en algunas economías. El deterioro de la situación fiscal en algunas economías avanzadas ha tenido hasta ahora un efecto limitado sobre las primas de riesgo de la deuda pública, pero no puede descartarse un repunte más acusado si aumenta la aversión al riesgo de los inversores o si se producen nuevos deterioros de mayor intensidad en las perspectivas fiscales.

Los riesgos de corrección de los precios en los mercados financieros, aunque tuvieran un origen externo, impactarían de forma relevante en la economía española. Como se ha señalado en IEF previos, el endurecimiento de las condiciones financieras globales impactaría negativamente a la economía española tanto a través de canales reales como financieros. Este endurecimiento podría tener un impacto más significativo en España a través de las condiciones de mercado para la emisión de deuda pública, dado su elevado nivel actual en relación con el PIB. El sector financiero español también se vería perjudicado ante el encarecimiento de su financiación mayorista. Asimismo, los costes de financiación de los hogares y las empresas no financieras se elevarían conforme el mayor coste de financiación en los mercados financieros se transmitiera al de crédito bancario. Todos estos factores impactarían también negativamente en la actividad económica.

5.3 Otros riesgos macroeconómicos

Los riesgos sobre la actividad y la inflación no vinculados con las tensiones geopolíticas o con la evolución de los mercados financieros se sitúan en niveles contenidos. No obstante, su materialización podría, aunque en menor medida que las perturbaciones discutidas en las secciones 5.1 y 5.2, inducir un freno de la actividad económica y endurecer las condiciones financieras. Esta sección revisa primero brevemente las perspectivas de crecimiento e inflación, para analizar después estos otros riesgos.

Menor crecimiento global en 2026 y desinflación más lenta

La economía mundial mantuvo una mayor resiliencia de lo esperado en la primera mitad de 2025, pese al aumento de incertidumbre sobre las políticas económicas. En este periodo, su crecimiento superó las previsiones realizadas tras el anuncio en abril de mayores aranceles por parte de EEUU. Ello ha propiciado una mejora de las previsiones para 2025 de muchas economías, incluidas España y el área del euro. Esta resiliencia fue, en algunos casos, resultado de factores temporales, como los incrementos de flujos comerciales para anticiparse a la fecha de entrada en vigor de nuevos aranceles.

De acuerdo con las previsiones disponibles de instituciones públicas y analistas privados, la actividad global se mostraría menos dinámica el próximo año. La disipación del efecto anticipatorio debido a los nuevos aranceles, junto con los efectos permanentes de su propia subida, la persistencia de la incertidumbre y su efecto adverso sobre las decisiones de gasto, justificarían la esperada desaceleración de la actividad económica global en 2026.

El proceso de reducción de la inflación global se ha ralentizado, especialmente en algunas economías avanzadas fuera del área del euro. Durante el verano, las tasas de inflación han disminuido de forma más lenta en la mayoría de las regiones y, en algunos

casos, han vuelto a repuntar, como en EEUU o el Reino Unido. La resistencia a la baja de la inflación de los servicios, y el incremento de los precios de la energía y de los alimentos explican dicho repunte.

En este contexto internacional, la economía española continúa mostrando un crecimiento robusto, superior al de las grandes economías del área del euro, si bien se prevé un menor dinamismo en los próximos trimestres. El crecimiento del PIB se ha situado por encima de las expectativas, sustentado en la fortaleza de la demanda interna del sector privado, pues tanto el consumo público como la demanda externa neta han mostrado una contribución prácticamente nula. De acuerdo con el último ejercicio de previsiones del Banco de España⁷, el ritmo de avance del PIB alcanzaría el 2,6 % en 2025, lo que supondría una desaceleración respecto al 3,5 % observado en 2024. La revisión reciente por parte del INE de los datos del PIB de 2024 llevaría a un ajuste al alza de esta previsión para 2025⁸. En cualquier caso, de cara a los próximos años, se anticipa que esta senda de moderación de la actividad se prolongue, con tasas de crecimiento ligeramente inferiores al 2 %.

Riesgos adicionales sobre la actividad económica y la evolución de los precios

El crecimiento de la actividad en España afronta riesgos asociados al entorno global de incertidumbre, incluso si no se producen crisis financieras o geopolíticas graves. El retroceso del gasto privado debido a efectos precautorios podría ser superior al anticipado, tanto en España como en otros países. Asimismo, el deterioro de la confianza en algunos de nuestros principales socios comerciales, como Francia o Alemania, ejercería efectos negativos sobre la demanda externa.

El peso de los servicios en la actividad en España debe ser considerado de cara a evaluar los riesgos sobre la misma. En particular, los servicios turísticos representan una proporción elevada sobre el PIB (12,3 % en 2023, último dato del INE disponible) y perturbaciones en las preferencias globales sobre turismo u oscilaciones cíclicas en su demanda podrían frenar el crecimiento del producto. Esta actividad sería también vulnerable al deterioro de las relaciones económicas internacionales y a la extensión de algunos conflictos bélicos, riesgos discutidos en las secciones 5.1 y 5.2.

Las vulnerabilidades de las finanzas públicas en España y en otras economías avanzadas plantean riesgos a la baja sobre el crecimiento. En las secciones 5.1 y 5.2 ya

7 Banco de España. (2025). "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Septiembre de 2025".

8 La revisión estadística publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el 19 de septiembre, elevó la tasa de crecimiento del PIB en 2024 al 3,5 %, desde el 3,2 %, la cifra que se conocía al realizar las previsiones correspondientes al ejercicio de septiembre. Asimismo, el INE revisó al alza las tasas de crecimiento intertrimestrales del primer y del segundo trimestre de 2025. Estas revisiones de la Contabilidad Nacional implican, de manera mecánica, una revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB para el año 2025 con respecto a la cifra del 2,6 % contemplada en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España.

se ha expuesto la capacidad de estas vulnerabilidades para incrementar el impacto de los riesgos geopolíticos y de los vinculados a los mercados financieros. Sin embargo, también pueden impactar negativamente en el crecimiento del PIB a través de una menor confianza y del endurecimiento de la política fiscal si se deterioran las perspectivas de los agentes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas se pueden ver afectadas por perturbaciones cíclicas y estructurales de muy distinta naturaleza, más allá de las analizadas en las secciones 5.1 y 5.2.

A nivel global, si se consolida el freno del proceso de desinflación, esto podría llevar a unos mayores tipos de interés. Si bien la probabilidad de que se den estos repuntes parece actualmente contenida y, en particular, las expectativas en EEUU han oscilado hacia rebajas de los tipos oficiales, todavía representa un riesgo macroeconómico. Su materialización contribuiría a un cierto endurecimiento de las condiciones financieras globales.

Riesgos vinculados con economías emergentes

El sector bancario español mantiene una presencia significativa en algunas economías emergentes, donde se identifican riesgos asociados a desequilibrios fiscales y externos, y una elevada dependencia de la financiación en moneda extranjera. Algunas de dichas economías muestran unos elevados niveles de deuda interna y externa denominada en moneda extranjera, fundamentalmente en dólares y en menor medida en euros (véase gráfico 5.5.a), lo que las hace vulnerables a una brusca depreciación de sus tipos de cambio. Esta situación podría provocar salidas de capitales y condicionar la conducción de las políticas monetarias, especialmente en aquellas economías que registran mayores desequilibrios fiscales o externos, como Colombia o Brasil (véase gráfico 5.5.b).

5.4 Riesgos emergentes

Ciberriesgos

En un contexto de exposición creciente a ciberincidentes⁹ significativos, la gestión de los ciberriesgos es una prioridad para el sector financiero. De hecho, estos son considerados una de las principales amenazas emergentes, de acuerdo con la información supervisora y las entrevistas mantenidas con analistas externos (véase de nuevo el recuadro 5.1).

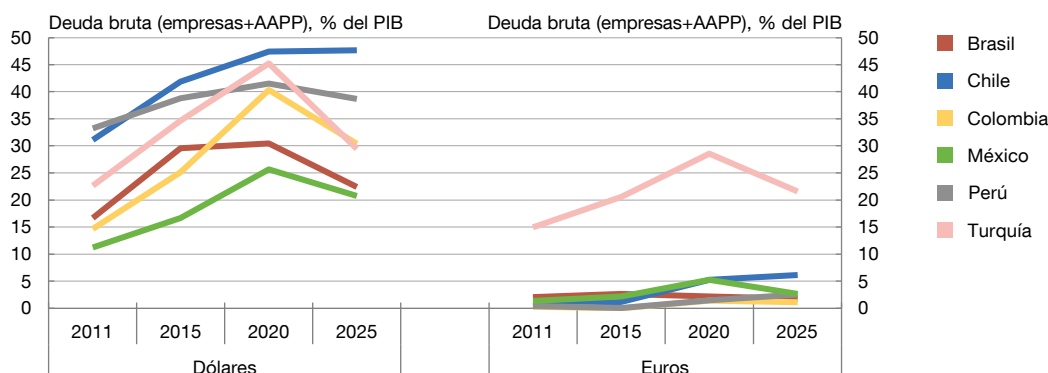
No obstante, si bien su capacidad de disrupción operativa es elevada, existe más incertidumbre sobre si pueden causar daños persistentes a la estabilidad financiera. Como se discutió en mayor detalle en el capítulo 5 del *Informe de Estabilidad Financiera* de

⁹ Los ciberincidentes, según la definición del Financial Stability Board (FSB), se corresponden con aquellos eventos, tanto maliciosos como no maliciosos, que comprometen la confidencialidad, la integridad o la disponibilidad de la información o los sistemas de información interconectados.

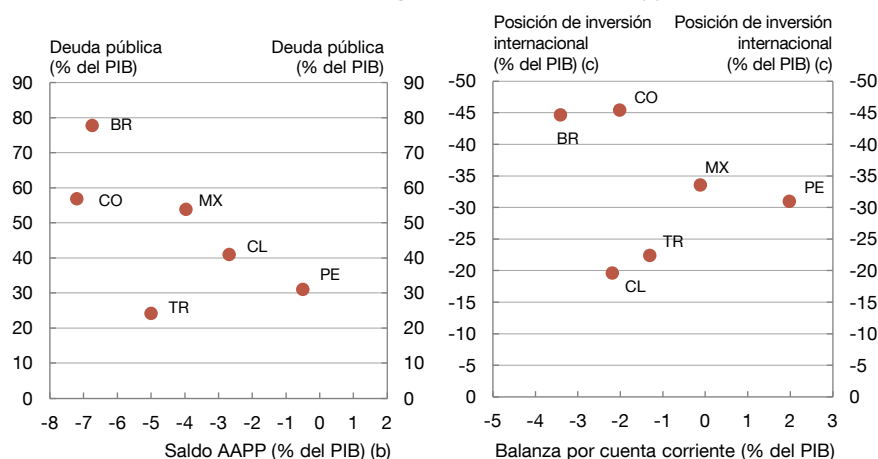
Gráfico 5.5

Algunas economías emergentes con vulnerabilidades fiscales y externas podrían verse especialmente afectadas por una eventual apreciación del dólar

5.5.a Deuda bruta en moneda extranjera de empresas y AAPP, por divisas



5.5.b Indicadores de vulnerabilidad: segundo trimestre de 2025 (a)



FUENTES: IIF y Dealogic. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a BR: Brasil, CL: Chile, CO: Colombia, MX: México, PE: Perú y TR: Turquía.

b Superávit (+) o déficit (-) público como porcentaje del PIB.

c Activos frente al exterior menos pasivos frente al exterior (*stocks*) como porcentaje del PIB (eje invertido).

primavera de 2025, el canal más plausible para ello sería el desencadenamiento de una crisis de liquidez generalizada, originada por retiradas abruptas de fondos ante la pérdida de confianza provocada por un incidente operativo grave, severo y prolongado, con impacto sistémico. Sin embargo, incluso en ese escenario, las contramedidas tecnológicas, los mecanismos de coordinación supervisora y la liquidez que pueden proporcionar las autoridades monetarias permitirían mitigar sus efectos.

La evolución tecnológica y el uso de ciberataques como herramienta geopolítica pueden alterar la importancia de estos riesgos para la estabilidad financiera. Los avances en inteligencia artificial y computación cuántica podrían facilitar el desarrollo de nuevas modalidades de ciberataques, pero también de mecanismos de defensa más

sofisticados. Si las posibilidades de ciberataque experimentaran un mayor progreso relativo, los riesgos para la estabilidad financiera se elevarían. De forma relacionada, la creciente dinámica de bloques podría intensificar los ciberataques con motivación geopolítica, que contarían con un potencial disruptivo superior al de la ciberdelincuencia.

Criptoactivos y stablecoins

La expansión acelerada de los mercados de criptoactivos plantea desafíos relevantes para la estabilidad financiera, especialmente en un contexto de creciente interconexión entre estos activos y el sistema financiero tradicional. Aunque su tamaño relativo sigue siendo relativamente limitado, su rápida expansión y la volatilidad que los caracteriza, en particular a los criptoactivos sin respaldo de activos financieros tradicionales, pueden amplificar escenarios de crisis en los mercados financieros (véase el **recuadro 4.1** del *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025). En este sentido, el impulso legislativo observado recientemente en EEUU, orientado a facilitar el desarrollo de estos activos, podría intensificar dichos riesgos, al fomentar su adopción.

Las *stablecoins*¹⁰, por su diseño vinculado a activos de reserva, presentan riesgos específicos a medio y largo plazo. Estos estarían relacionados con la posibilidad de desintermediación bancaria, reembolsos masivos y pérdida de efectividad de las políticas monetarias de algunas autoridades. Su uso como medio de pago o depósito puede erosionar la base de financiación de las entidades bancarias, perturbando la transmisión de la política monetaria y generando tensiones de liquidez en escenarios de estrés. Si se produce una pérdida de confianza en una *stablecoin*, existe el riesgo de que se desencadenen retiradas masivas y potenciales efectos de contagio a otros criptoactivos o incluso a otros activos financieros tradicionales¹¹. Asimismo, la adopción de *stablecoins* con activos de reserva denominados en moneda extranjera en una determinada jurisdicción puede disminuir la efectividad de la política monetaria local y aumentar su exposición a los riesgos externos¹².

El progreso limitado en la regulación de las *stablecoins* a nivel global puede agravar los riesgos mencionados. Como pone de manifiesto un reciente informe del Consejo de

10 Las *stablecoins*, o criptoactivos con respaldo, tratan de controlar su volatilidad mediante su vinculación a un activo de referencia —como una moneda (p. ej., dólar estadounidense) u otro tipo de activo— a través de mecanismos de estabilización. La emisión de *stablecoins* está regulada y supervisada, lo que exige el cumplimiento de requisitos prudenciales de capital y liquidez por parte de quienes las ponen en circulación. Esta exigencia las distingue de las criptomonedas sin respaldo, que no están sujetas a controles similares.

11 La Junta Europea de Riesgo Sistémico ha destacado particularmente la posibilidad de este riesgo en el caso de *stablecoins* emitidas conjuntamente en la UE y en un tercer país (véase *Crypto-assets and decentralised finance*), algo que ha motivado además la emisión de una recomendación (véase *Recomendación JERS/2025/9*).

12 A este respecto, son especialmente relevantes las iniciativas de EEUU en materia de criptoactivos, cuyo alcance último e implementación están por determinar, y que buscan impulsar la innovación financiera y promover el liderazgo estadounidense en este mercado. El avance en estas iniciativas implicaría una mayor exposición al dólar de EEUU de distintas economías.

Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés)¹³, los países han avanzado en la regulación de las actividades de criptoactivos pero, en menor medida, en alcanzar acuerdos globales sobre *stablecoins*. El mencionado informe también revela importantes lagunas e incoherencias en la regulación de los criptoactivos, que podrían suponer riesgos para la estabilidad financiera y el desarrollo de un ecosistema resiliente de activos digitales.

13 *Thematic Review on FSB Global Regulatory Framework for Crypto-asset Activities*, de 16 de octubre de 2025.

INFORMACIÓN EXTERNA SOBRE RIESGOS Y VULNERABILIDADES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Con el fin de reforzar la identificación de los principales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera que puedan afectar a la economía española, el Banco de España ha continuado con el proceso de recopilación de información externa iniciado en la edición anterior del Informe.

A lo largo de septiembre de 2025, personal del Banco de España se reunieron con directores de riesgos de entidades bancarias españolas y con analistas de mercado del sector. De forma previa a estos encuentros se circuló un cuestionario sobre los riesgos y las vulnerabilidades que pueden afectar a la estabilidad financiera, el cual sirvió para estructurar la discusión.

Este recuadro ofrece una síntesis de las opiniones recabadas en la encuesta y en estos encuentros y no debe interpretarse, en ningún caso, como el análisis sobre riesgos y vulnerabilidades del Banco de España recogido en este Informe, si bien constituye una aportación de gran utilidad.

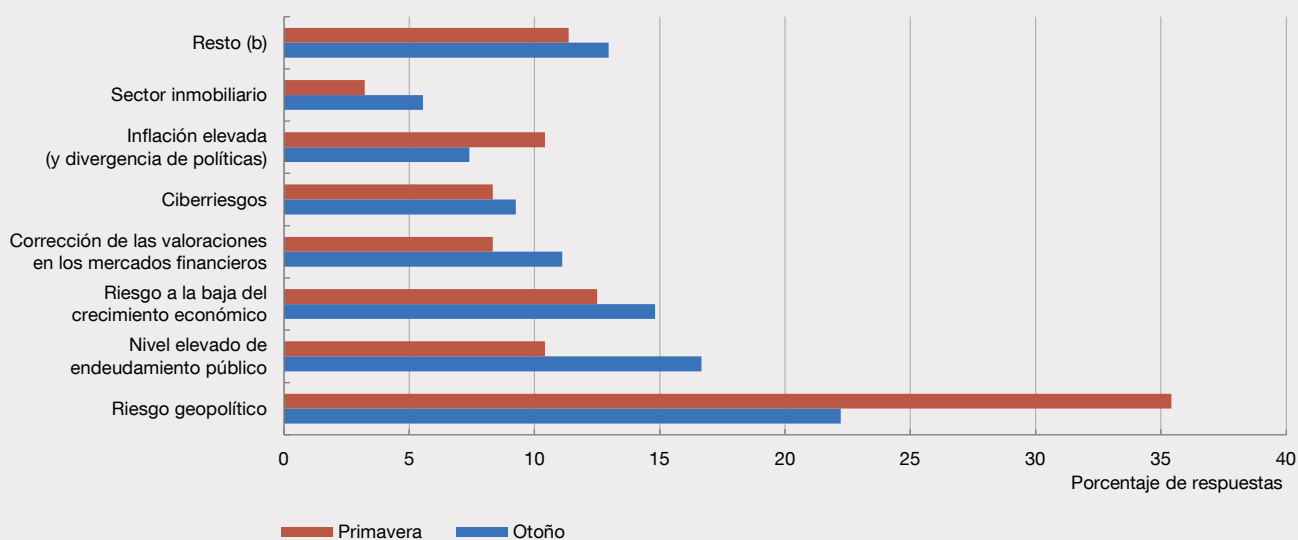
El gráfico 1 presenta los principales riesgos identificados en este ciclo de contactos y los compara con los

resultados obtenidos en el mantenimiento hace seis meses. Para cada factor, se muestra el porcentaje de respuestas que aludió al mismo como un riesgo actual.

El principal aspecto diferencial en esta ronda de contactos es la menor preocupación relativa por el riesgo geopolítico y el aumento de la preocupación por el riesgo derivado del elevado endeudamiento público. También aumentan las menciones a los riesgos derivados de una eventual desaceleración de la economía y de una corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros. Sin embargo, los mencionados expertos cada vez contemplan menos un escenario de inflación elevada y persistente que pudiera afectar a la estabilidad financiera.

Pese al menor porcentaje de respuestas que lo señalan, el riesgo geopolítico se mantiene como el más relevante identificado por los expertos. Los entrevistados señalaron que la política comercial de EEUU supuso un fuerte aumento de la incertidumbre la pasada primavera. Sin embargo, la firma de nuevos acuerdos comerciales ha reducido dicha incertidumbre. Al mismo tiempo, otras

Gráfico 1
Principales riesgos para la estabilidad financiera (a)



FUENTE: Cuestionarios del Banco de España a directores de riesgos y analistas de mercado circulados en septiembre de 2025 (otoño) y febrero y marzo de 2025 (primavera).

- a Las respuestas son a la siguiente pregunta: «¿Cuáles considera que son los tres principales riesgos cuya materialización podría afectar negativamente a la estabilidad financiera de la economía española en los próximos dos años?».
- b Otros riesgos identificados en el ciclo de entrevistas actual incluyen: la inestabilidad política, la amenaza a la independencia de bancos centrales, la sobrerregulación tecnológica, el aumento de la morosidad de hogares y empresas, cambio climático, crisis energética e incremento de la fiscalidad sobre los bancos.

INFORMACIÓN EXTERNA SOBRE RIESGOS Y VULNERABILIDADES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

fuentes de desestabilización, como los conflictos armados en Ucrania o en Oriente Próximo, no se han extendido. No obstante, subrayaron que este escenario tiene potencial para deteriorarse con rapidez y que sus consecuencias son altamente inciertas. La formación de dinámicas de bloques entre grandes potencias puede incrementar el riesgo de incidentes en el ámbito comercial o de defensa.

El riesgo asociado al elevado nivel de endeudamiento público en algunas de las principales economías avanzadas se tornó en la segunda mayor preocupación de los expertos. Los entrevistados indicaron que la actual política fiscal en EEUU y las dificultades para implantar planes de consolidación en otras economías pueden conducir a escenarios de escalada de las primas de riesgo, si bien los inversores tendrían más tolerancia en la actualidad a los desequilibrios fiscales que tras la crisis financiera global.

Un tercer factor destacado en la encuesta es el riesgo a la baja sobre el crecimiento económico. En los encuentros se indicó que dicho riesgo estaría vinculado con los dos

anteriores, y se subrayó que, en el caso de España, el dinamismo económico se sustenta en factores que podrían ser difíciles de mantener en el medio plazo. En particular, los contactos incidieron en el estancamiento de la productividad y en los factores demográficos como retos para sostener el crecimiento económico a medio y largo plazo.

Los expertos también señalaron el riesgo de corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros, que se siguen situando en niveles históricamente elevados y que estarían sostenidas por unas expectativas particularmente favorables del momento económico y del potencial de algunas tecnologías.

Otros riesgos identificados por un buen número de expertos fueron los ciberriesgos, cuya dificultad de valoración sigue siendo una fuente de preocupación. Además, hubo algunas menciones a la inflación elevada y persistente; y, por último, la evolución del sector inmobiliario en España, por su potencial impacto sobre el crecimiento y la cohesión social. Algún entrevistado señaló también el potencial riesgo del auge de las *stablecoins* y los criptoactivos sobre el sector financiero.

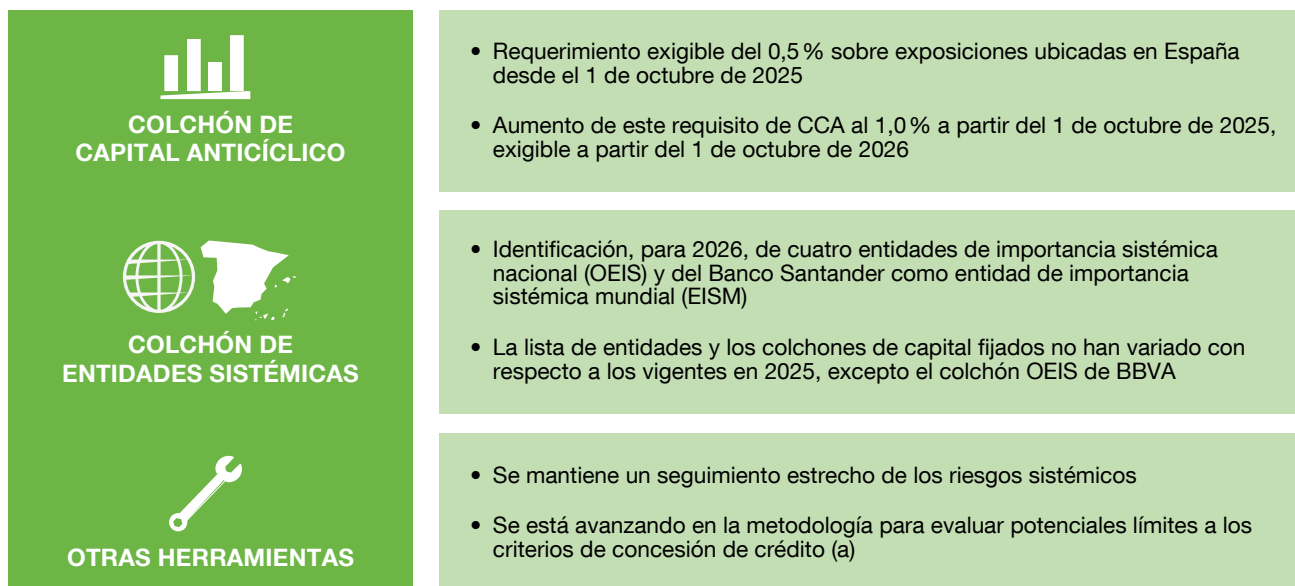
6

POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

6 POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Esquema 6.1

Política macroprudencial



FUENTE: Banco de España.

a Los límites a los criterios de concesión de crédito son restricciones regulatorias a las características de los préstamos que pueden ser contratados en una jurisdicción. Por ejemplo, plazos máximos de amortización o topes a ratios como *loan-to-income* (LTI) o *loan-to-value* (LTV).

6.1 Colchón de Capital Anticíclico

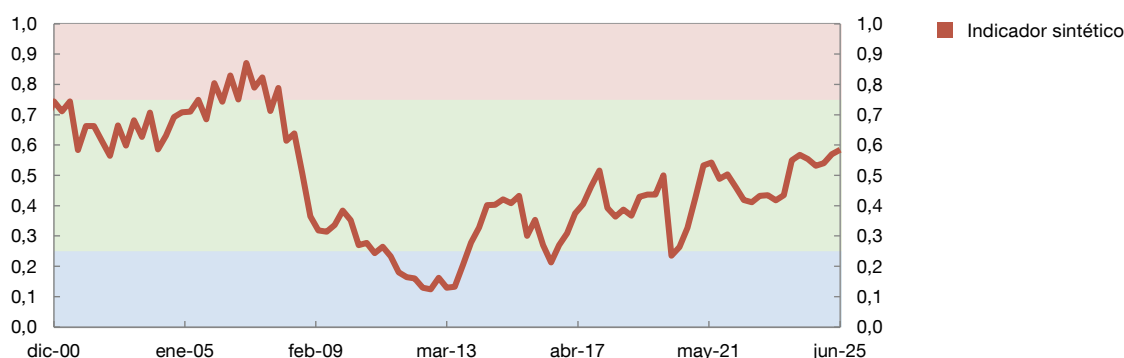
Los indicadores fundamentales del marco de seguimiento del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) continuaban mostrando un nivel intermedio de riesgo sistémico cíclico en España a mediados de 2025 (véase gráfico 6.1.a). Los cuatro subcomponentes en los que se clasifican los indicadores fundamentales se mantenían en un nivel intermedio en junio de 2025 (véase gráfico 6.1.b)¹. La brecha de producción –uno de los principales indicadores que subyacen al componente macroeconómico– se situaba en un nivel positivo. Dentro de los indicadores que subyacen al componente macrofinanciero, cabe destacar que la brecha de crédito-PIB, aunque todavía en un nivel negativo, presentaba una tendencia ascendente, y que la brecha de crédito bancario-PIB estaba ya en un nivel positivo (véase gráfico 6.1.c).

¹ Los indicadores fundamentales se clasifican en cuatro dimensiones: (i) macroeconómica, (ii) macrofinanciera, (iii) de mercados financieros españoles y (iv) de situación del sistema bancario. El indicador sintético fundamental agrega todos ellos. Véase el [Marco metodológico de fijación del CCA en España](#) para más detalles.

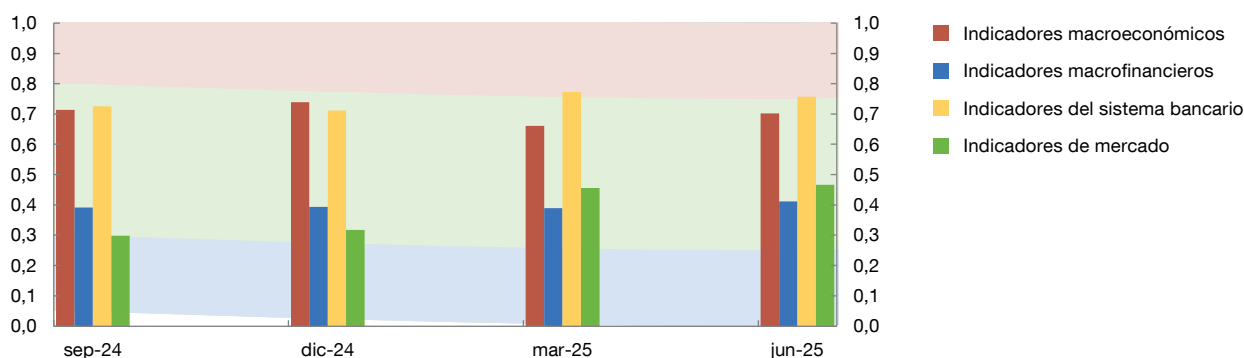
Gráfico 6.1

Los riesgos sistémicos cíclicos en España se mantuvieron en un nivel intermedio en el primer semestre de 2025. La brecha de producción se mantuvo en un nivel positivo y la brecha de crédito-PIB continuó creciendo

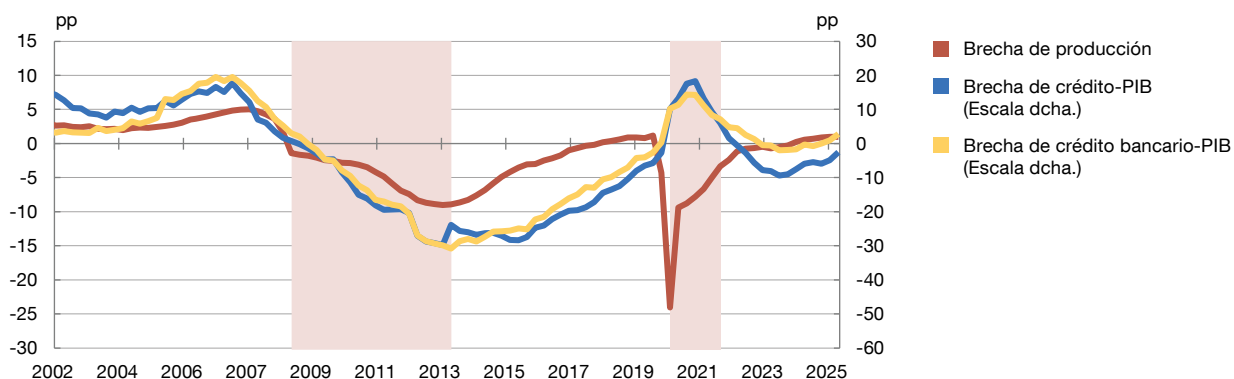
6.1.a Indicador sintético global (a)



6.1.b Indicadores sintéticos por categoría de riesgo (a)



6.1.c Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Datastream y elaboración propia. Última observación: junio de 2025.

- a** Los indicadores están definidos entre 0 y 1 en función del percentil en que se sitúan distintas métricas con respecto a su distribución histórica. El rango de color azul-verde-rojo corresponde con una señal de nivel bajo-estándar-elevado de los riesgos sistémicos cíclicos.
- b** Véase la nota A2.6.1.1 del anejo 2.



La posición intermedia de los riesgos sistémicos cíclicos respalda el reciente incremento del CCA hasta el 1,0 %. La activación del CCA al 0,5 % aprobada el 1 de octubre de 2024 ha comenzado a ser vinculante desde el 1 de octubre de 2025². Además, tras realizar los trámites preceptivos³, el Banco de España procedió en esa última fecha a incrementar el CCA al 1,0 %⁴. Este nuevo requerimiento será exigible de forma efectiva el 1 de octubre de 2026.

6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas

El Banco de España designó a finales de julio de 2025 a cuatro entidades como otras entidades de importancia sistémica (OEIS) para 2026⁵. Las OEIS se designan según su importancia sistémica para la economía española. El Banco de España también tiene la potestad de designar a entidades de importancia sistémica mundial (EISM). La diferencia principal entre las OEIS y las EISM es que la importancia sistémica de estas últimas es relevante para la economía mundial, en lugar de serlo solo para la nacional. Para 2026, las entidades designadas como OEIS son BBVA, CaixaBank, Banco de Sabadell y Banco Santander, las mismas que el año previo. Adicionalmente, Banco de Santander ya había sido designado el año pasado como EISM para 2026⁶.

Cuadro 6.1
Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados

Código LEI	Entidad	Designación (a)	Colchón de capital exigido en 2025 (%)	Colchón de capital exigido en 2026 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA (b)	EISM y OEIS	1,25	1,25
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	1,00	0,75
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,50	0,50
SI5RG2MOWQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El acrónimo EISM se refiere a entidades de importancia sistémica mundial; OEIS, a otras entidades de importancia sistémica.
b En el caso de Banco Santander, SA, el requerimiento efectivo por importancia sistémica es el mayor entre el requerimiento EISM (1 %) y el requerimiento OEIS (1,25 %).

2 El incumplimiento del CCA acarrearía restricciones en la distribución de beneficios, como dividendos, bonus o recompra de acciones.
3 Se realizó un trámite de información pública durante el mes de julio de 2025, y se notificó de forma anticipada la medida propuesta al Banco Central Europeo y a la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI). Véase “El Banco de España inicia el trámite de información pública para elevar el colchón de capital anticíclico hasta el 1,0 % a partir del cuarto trimestre”, nota de prensa de 8 de julio de 2025.
4 Véase “El Banco de España aprueba incrementar el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) hasta el 1,0 %”, nota de prensa de 1 de octubre de 2025.
5 Véase “El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macropudenciales para 2026”, nota de prensa de 30 de julio de 2025.
6 Véase “El Banco de España designa una Entidad de Importancia Sistémica Mundial y establece su colchón de capital macropudencial para 2026”, nota de prensa de 5 de diciembre de 2024.

Los colchones de capital de las OEIS permanecerán sin cambios en 2026 para Santander, CaixaBank y Sabadell, mientras que este requisito disminuirá para BBVA. La puntuación de importancia sistémica de este banco ha descendido por debajo del tramo correspondiente al colchón del 1,0 %, en el que se situaba en ejercicios anteriores⁷. Así, su colchón en 2026 se reducirá en 25 puntos básicos (pb), descendiendo hasta el 0,75 %.

6.3 Otras herramientas macroprudenciales

Como se ha explicado en Informes de Estabilidad Financiera (IEF) previos, el Banco de España tiene la capacidad de establecer límites sobre los estándares crediticios que aplican los bancos. Estos límites pueden fijarse sobre las operaciones de crédito nuevas, tanto a hogares como a sociedades no financieras. Recientemente, el Fondo Monetario Internacional ha recomendado al Banco de España que considerara la introducción preventiva de estos límites en el ámbito de las hipotecas para vivienda si emergieran signos de relajación en el crecimiento o los estándares asociados con esta modalidad de crédito⁸. Esta nueva recomendación se añade a otra por parte de la Junta Europea de Riesgo Sistémico ya comentada en el anterior IEF⁹.

España es uno de los tres países del área del euro que de momento no han activado este tipo de medidas (véase cuadro 6.2). Entre los países que sí han establecido estos límites, algunas autoridades han adoptado recomendaciones –sin obligatoriedad–, aunque en general predomina el uso de medidas vinculantes¹⁰.

Existe una heterogeneidad moderada entre países en cuanto al tipo de medidas adoptadas. Todos los países que han tomado alguna medida, salvo Francia, han introducido un límite sobre la ratio entre el importe de los préstamos y el valor de la vivienda (LTV, por sus siglas en inglés). Asimismo, todos ellos, salvo Irlanda y Luxemburgo, han introducido un límite sobre la ratio entre el servicio del préstamo (repago de principal más intereses) y la renta (LSTI, por sus siglas en inglés) o entre el servicio de la deuda total y la renta (DSTI, por sus siglas en inglés). La introducción de límites sobre el plazo máximo es mayoritaria, aunque no unánime, entre aquellos países con un límite establecido sobre la ratio LSTI o DSTI¹¹. Finalmente, tres países del área del euro han complementado sus límites sobre las condiciones

7 Véanse los detalles sobre el marco de calibración de los colchones de OEIS en “El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2026”, nota de prensa de 30 de julio de 2025.

8 Véase “Spain 2025 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report”, de 6 de junio de 2025.

9 Véase Junta Europea de Riesgo Sistémico (2024), “Follow-up report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries”.

10 Por ejemplo, Bélgica y Portugal han introducido sus límites sobre las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios a través de recomendaciones.

11 Las medidas sobre los plazos de las hipotecas buscan desincentivar un incremento excesivo de estos para cumplir con el límite sobre el servicio de la deuda. Para un nivel dado de endeudamiento hipotecario, un aumento del plazo de la operación permite reducir el servicio anual de la deuda. Por tanto, el establecimiento de un límite máximo sobre el plazo limita este tipo de arbitraje del límite macroprudencial sobre la ratio DSTI.

Cuadro 6.2

Límites sobre los criterios de concesión y colchones sectoriales sobre los préstamos hipotecarios – Medidas activas en el área del euro

País	LTV (a)	LTI/DTI (a)	LSTI/DSTI (a)	Plazo	CRSS (b)
Alemania					✓
Austria	✓		✓	✓	
Bélgica	✓	✓	✓		
Bulgaria	✓		✓	✓	
Croacia	✓		✓	✓	
Chipre	✓		✓		
Eslovaquia	✓	✓	✓	✓	
Eslovenia	✓		✓		
España					
Estonia	✓		✓	✓	
Finlandia	✓		✓	✓	
Francia			✓	✓	
Grecia	✓		✓		
Irlanda	✓	✓			
Italia					
Letonia	✓	✓	✓	✓	
Lituania	✓		✓	✓	✓
Luxemburgo	✓				✓
Malta	✓		✓	✓	
Países Bajos	✓		✓	✓	
Portugal	✓		✓	✓	✓

FUENTE: Junta Europea de Riesgo Sistémico.

a LTV denota la ratio entre el importe de la hipoteca y el valor de la vivienda. LTI es la ratio entre el importe de la hipoteca y la renta. LSTI es la ratio entre el servicio de la hipoteca (repago de principal más intereses) y la renta. DTI y DSTI son equivalentes a LTI y LSTI, respectivamente, pero considerando en el numerador toda la deuda viva del prestatario que recibe una nueva hipoteca.

b El acrónimo CRSS se refiere al colchón de riesgo sistémico sectorial. En la tabla se marca con un signo positivo cuando se encuentra activado sobre exposiciones hipotecarias.

de concesión de préstamos con un colchón contra riesgos sistémicos sectorial (CRSS), sobre las exposiciones hipotecarias, y Alemania ha decidido utilizar únicamente este colchón frente a tales exposiciones, sin imponer límites sobre los estándares de concesión de las hipotecas.

Desde el Banco de España se está estudiando en profundidad la experiencia internacional en la aplicación de este tipo de instrumentos. En particular, la experiencia de otros países europeos en el uso de límites sobre las condiciones de concesión de préstamos resulta muy útil para valorar su posible aplicación en España. En este sentido, personal del Banco de España ha mantenido contactos con las autoridades de varios de ellos para obtener un mejor conocimiento de su experiencia en la activación de este tipo de medidas. Algunos de estos países las han utilizado para frenar vulnerabilidades crecientes en sus mercados inmobiliarios, mientras que otros han actuado de forma preventiva antes de que se produjera una relajación significativa de los estándares crediticios. En este segundo caso, las autoridades han introducido estas medidas de forma estructural.

La evidencia teórica y empírica muestra la efectividad de estas medidas en determinadas circunstancias. Se ha realizado un trabajo exhaustivo de recopilación de los resultados de la literatura académica sobre la evidencia teórica y empírica de los costes y beneficios de la activación de estas medidas, los cuales confirman su eficacia para mitigar riesgos sistémicos derivados del sobreendeudamiento de los hogares y de desequilibrios en el mercado inmobiliario (véase recuadro 6.1). No obstante, no se ha podido identificar un marco integrado y generalmente aceptado para evaluar de forma exhaustiva los beneficios y costes de estas medidas, incluyendo sus consecuencias de equilibrio general (por ejemplo, trasvase entre el mercado de vivienda en propiedad y alquiler, posible redistribución sectorial de renta y actividad, efectos sobre el consumo, etc)¹².

Así, desde el Banco de España se están desarrollando estudios teóricos y empíricos para permitir una evaluación detallada de las implicaciones de la potencial activación de estas medidas sobre la economía española. Este trabajo está motivado por la ausencia de un marco metodológico integrado, descrita en el párrafo anterior, y por la necesidad de disponer de un marco específicamente calibrado a la economía española.

Los modelos teóricos cuantitativos son particularmente útiles para este tipo de análisis. Por un lado, una vez calibrados, permiten simular el impacto de los límites sobre las condiciones de los préstamos hipotecarios en países como España, en los que estos límites no se han implementado nunca. Por otro lado, este tipo de aproximaciones son especialmente valiosas para analizar implicaciones de equilibrio general, generando métricas de impacto de las medidas en diversas dimensiones, como precios y accesibilidad de la vivienda, consumo y bienestar de los hogares, y riesgo sistémico y estabilidad financiera, entre otras.

Los análisis empíricos son también necesarios para calibrar estos instrumentos según las características propias de cada economía. Además, estos métodos no requieren especificar –de forma necesariamente simplificada– el funcionamiento de la economía, que es la principal limitación de los modelos teóricos de equilibrio general. En el caso de España, el enfoque empírico se enfrenta a la dificultad de encontrar eventos que informen sobre la introducción de límites que, como tales, no se han aplicado en nuestro país. Por este motivo, la literatura empírica sobre la experiencia en otros países, ya mencionada antes, puede ser particularmente útil. No obstante, el Banco de España dispone de información granular muy detallada sobre el universo de hipotecas en España, lo que permitirá evaluar aspectos tales como el porcentaje de crédito y de prestatarios que tendrían que ajustar sus condiciones hipotecarias para distintas calibraciones de los límites sobre las condiciones de concesión de préstamos.

12 Por ejemplo, la evidencia presentada en el recuadro 2.1 indica que establecer límites a los estándares crediticios en la concesión de hipotecas podría reducir el riesgo de sobreendeudamiento y favorecer un consumo más estable entre quienes financian su vivienda principal con crédito hipotecario. No obstante, estas medidas también podrían producir otros efectos menos favorables, como desplazar a algunos hogares hacia el alquiler para su vivienda principal, en condiciones de esfuerzo económico potencialmente elevado, especialmente en contextos de mercados de alquiler tensionados. Esto, a su vez, podría limitar la capacidad de consumo de estos hogares.

¿QUÉ DICE LA LITERATURA SOBRE LOS LÍMITES A LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO?

Este recuadro presenta un resumen de una revisión llevada a cabo por el Banco de España de la literatura relacionada con los efectos de la implementación de límites a los criterios de concesión de crédito (BBM, por sus siglas en inglés)¹. Estas medidas buscan contener el endeudamiento excesivo de los hogares y las empresas, según su ámbito de aplicación, y mejorar la calidad de la cartera crediticia de los bancos.

El recuadro se enfoca únicamente en aquellas medidas dirigidas al crédito hipotecario, un segmento fuertemente asociado con la acumulación de riesgo sistémico durante fases expansivas del ciclo financiero². Tras la crisis financiera global, la adopción de este tipo de medidas se ha incrementado significativamente, especialmente en Europa. Las principales variantes adoptadas son límites a las ratios préstamo-valor de la vivienda (LTV), préstamo o deuda respecto a los ingresos (LTI o DTI), servicio del préstamo o de la deuda respecto a los ingresos (LSTI o DSTI) y plazos máximos de amortización.

Los trabajos de investigación realizados para estudiar el impacto de este tipo de medidas resultan muy útiles de cara a valorar sus potenciales implicaciones si se adoptaran en España. Este recuadro sintetiza los resultados de estudios tanto empíricos como teóricos sobre la efectividad de las BBM en la mitigación de riesgos sistémicos y sus efectos colaterales.

Estudios empíricos sobre los criterios de concesión de hipotecas y el riesgo de incumplimiento

Existe una extensa literatura empírica sobre la relación entre los estándares de concesión de préstamos y el riesgo de incumplimiento, especialmente en los mercados hipotecarios de EE.UU. y Reino Unido, donde hay una

amplia disponibilidad de microdatos a nivel de préstamo y prestatario. Estos análisis suelen evaluar la probabilidad de incumplimiento en función de la ratio LTV y de ratios basadas en ingresos como DTI/LTI o DSTI/LSTI, considerando características del prestatario y del prestamista.

Los estudios iniciales de esta literatura consideraban una situación de patrimonio negativo (valor de la vivienda inferior al del préstamo) como condición suficiente para el incumplimiento³. Esto se produciría si la ratio LTV fuera superior al 100 % en algún momento de la vida del préstamo. Por esta razón, una ratio LTV elevada en origen aumentaría la probabilidad de incumplimiento como consecuencia de una caída de los precios.

Sin embargo, otros estudios más recientes muestran que el patrimonio negativo no es realmente condición suficiente para el impago, sino que también es típicamente necesaria la materialización de eventos adversos sobre los ingresos de los hogares⁴. En efecto, se ha encontrado que la combinación de una LTV y una LSTI elevadas incrementan significativamente el riesgo de incumplimiento y que su efecto no es lineal, sino que aumenta abruptamente a partir de determinados umbrales⁵. En este sentido, se ha identificado que la implementación simultánea de medidas BBM que limiten el importe de los préstamos tanto respecto al valor de los inmuebles como respecto a la capacidad de pago de los prestatarios mejora su eficacia⁶.

Otros estudios han analizado segmentos específicos de prestatarios. En particular, se ha encontrado que los prestatarios que adquieren viviendas para alquilarlas (*buy-to-let*) tienen mayor probabilidad de incumplimiento, y que esta puede crecer significativamente para préstamos con valores elevados de LTV. Sin embargo,

- 1 A. Carro, J.E. Galán, E. Martorell, y R. Vegas. (2025). "A literature review on ex-ante and ex-post analysis of the implications of borrower-based macroprudential measures". Documento Ocasional, 2524, Banco de España.
- 2 O. Jordà, S. Moritz y A. M. Taylor. (2016). "The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles". *Economic Policy*, 31, pp. 107–152.
- 3 K. D. Vandell. (1995). "How Ruthless is Mortgage Default? A Review and Synthesis of the Evidence". *Journal of Housing Research*, 6, pp. 245–264.
- 4 K. Gerardi, K. F. Herkenhoff, L.E. Ohanian y P. S. Willen. (2018). "Can't pay or won't pay? Unemployment, negative equity, and strategic default". *The Review of Financial Studies*, 31(3), pp. 1098–1131.
- 5 Y. Deng, J. M. Quigley y R. Van Order. (2000). "Mortgage terminations, heterogeneity and the exercise of mortgage options". *Econometrica*, 68, pp. 275–307; B. Ambrose, C. Capone y Y. Deng. (2001). "Optimal Put Exercise: An Empirical Examination of Conditions for Mortgage Foreclosure". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 23, pp. 213–234; O. May y M. Tudela. (2005). "When is mortgage indebtedness a financial burden to British households? A dynamic probit approach". *Staff Working Papers*, 277, Bank of England.
- 6 A. Haughwout, R. Peach y J. Tracy. (2008). "Juvenile delinquent mortgages: Bad credit or bad economy?". *Journal of Urban Economics*, 64, pp. 246–257; H. Hejlová, L. Holub y M. Plašil. (2021). "Calibration of Borrower-based Macroprudential Measures for Mortgage Exposures: Rigorous Approach and Its Application to the Czech Republic". *Prague Economic Papers*, 30(3), pp. 316–335.

¿QUÉ DICE LA LITERATURA SOBRE LOS LÍMITES A LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO? (cont.)

este segmento de prestatarios parece ser menos sensible a mayores ratios DSTI⁷.

Finalmente, en un estudio específico para España, se ha identificado que la ratio LTV perdió valor informativo sobre los impagos en relación con la ratio préstamo-precio de la transacción (LTP) durante el boom inmobiliario de la primera década de los 2000⁸. Esto sugiere la conveniencia de utilizar la ratio LTP de manera complementaria a la ratio LTV para evaluar los riesgos vinculados a las hipotecas. En particular, en este estudio se encontraba que las hipotecas con valores LTP altos tenían probabilidades de incumplimiento significativamente mayores.

De forma relacionada, diversos estudios han documentado efectos no intencionados que afectan a la efectividad de los límites al LTV, como el aumento del crédito no garantizado o la extensión de los plazos de los préstamos, en países donde estas medidas no se han complementado con otras que consideren estos aspectos⁹. Todo ello subraya la importancia de un diseño combinado y cuidadoso de cualquier estrategia de medidas BBM.

Estudios sobre el impacto macroeconómico y financiero de las BBM

Otra rama de estudio de la literatura se ha enfocado en el análisis comparativo entre países, evaluando si los límites a los criterios de concesión de hipotecas, a través de su impacto sobre agregados macroeconómicos y financieros, han sido efectivos para contener vulnerabilidades para la estabilidad financiera.

Estos estudios muestran que las BBM, y en particular, los límites a las ratios LTV y DSTI, son eficaces a la hora de reducir el crecimiento excesivo del crédito a hogares durante fases expansivas del ciclo financiero, mientras que la situación de activación de estos límites en períodos de crisis no tiene efectos significativos¹⁰. Ello sugeriría la utilidad de la implementación estructural de estas medidas, que las mantendría en niveles estables a lo largo del ciclo de crédito. De esta manera, actuarían como salvaguarda automática frente a la acumulación de riesgos en fases expansivas, y no impondrían restricciones efectivas al crédito durante fases contractivas.

En general, se identifica que las restricciones sobre la ratio DSTI suelen ser más eficaces de cara a contener el crecimiento del crédito hipotecario que los límites al LTV. En términos de precios de la vivienda, la evidencia sobre su efectividad para moderarlos es mixta, pero puede resultar relevante, sobre todo en zonas geográficas específicas, como se discute con mayor detalle más adelante¹¹. Asimismo, se constata que estos efectos sobre el crédito y los precios de la vivienda son mayores cuando las medidas implementadas son legalmente vinculantes en lugar de limitarse a ser recomendaciones, y que suelen manifestarse con cierto retraso, dado que llega a observarse un impacto máximo hasta tres años después de la implementación¹².

Adicionalmente, algunos estudios han profundizado en el análisis de los efectos de las BBM sobre el crecimiento económico, identificando que estos son en promedio moderados¹³. No obstante, los estudios sobre riesgos de cola (entornos económicos adversos de baja probabilidad,

7 V. Lazarov y M. Hinterschweiger. (2018). «Determinants of distress in the UK owner-occupier and buy-to-let mortgage markets». Staff Working Papers, 760, Bank of England; R. Kelly y C. O'Toole. (2018). «Mortgage default, lending conditions and macroprudential policy: Loan-level evidence from UK buy-to-lets». Journal of Financial Stability, 36, pp. 322–335.

8 J.E. Galán y M. Lamas. (2025). «Beyond the LTV ratio: Lending standards, regulatory arbitrage, and mortgage default». Journal of Money, Credit and Banking, 57, pp. 107–150.

9 N. Tzur-Ilan. (2023). «Adjusting to Macroprudential Policies: Loan-to-Value Limits and Housing Choice». Review of Financial Studies, 36, pp. 3999–4044.

10 C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel y X. Wu. (2011). «Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences». IMF Working Papers, 238, International Monetary Fund; S. Claessens, S. R. Ghosh y R. Mihet. (2013). «Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities». Journal of International Money and Finance, 39, pp. 153–85. En períodos de crisis, los propios bancos tienden a endurecer los criterios de concesión hasta niveles superiores a los límites regulatorios, por lo que estos no son una restricción limitante.

11 K. N. Kuttner e I. Shim. (2016). «Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies». Journal of Financial Stability, 26, pp. 31–44; E. Cerutti, S. Claessens y L. Laeven. (2017). «The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence». Journal of Financial Stability, 28, pp. 203–224.

12 T. Poghosyan. (2020). «How Effective Is Macroprudential Policy? Evidence from Lending Restriction Measures in EU Countries». Journal of Housing Economics, 49(101694).

13 B. Richter, M. Schularik e I. Shim. (2019). «The Costs of Macroprudential Policy». Journal of International Economics, 118, pp. 263–282; Z. Alam, A. Alter, J. Eisman, G. Gelos, H. Kang, M. Narita, E. Nier y N. Wang. (2024). «Digging deeper—Evidence on the effects of macroprudential policies from a new database». Journal of Money, Credit and Banking, 57, pp. 1135–1166. Estos estudios encuentran que una reducción de 10 puntos en la ratio LTV puede disminuir el crecimiento del crédito hasta en 6 puntos porcentuales en un horizonte de cuatro años.

¿QUÉ DICE LA LITERATURA SOBRE LOS LÍMITES A LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO? (cont.)

pero intensidad elevada) encuentran que la activación de BBM reduce los riesgos de caídas extremas del PIB y del crédito durante eventos de crisis financieras¹⁴.

Estudios del impacto distributivo de las BBM

Una amplia literatura ha analizado el impacto de las BBM sobre el comportamiento de prestatarios y entidades financieras. Estos estudios utilizan datos granulares a nivel de préstamo o prestatario, permitiendo identificar mecanismos de transmisión y efectos heterogéneos según el ciclo económico o el marco institucional. En este sentido, diversos estudios muestran cómo las BBM tienen efectos diferenciados sobre el crédito hipotecario y los precios de la vivienda por zonas geográficas dentro de cada país y por tipos de prestatarios¹⁵.

- En **Irlanda**, por ejemplo, se ha identificado que los límites sobre LTV y LTI causaron un aumento de la tasa de ahorro y una reasignación del crédito hipotecario hacia prestatarios de mayores rentas y de zonas rurales. Además, indujeron cambios en las carteras de los bancos más afectados por los límites, orientándose hacia activos que no estaban sujetos a la regulación, como valores y crédito a empresas¹⁶.
- En **Países Bajos**, se ha documentado que la introducción de límites al LTV redujo el endeudamiento hipotecario, los precios de la vivienda y las tasas de impago, especialmente en prestatarios de rentas bajas. Aunque en el corto plazo disminuyó la liquidez de los hogares debido al mayor esfuerzo inicial requerido para la compra de vivienda, en el medio plazo los

hogares que enfrentaron pérdidas de ingresos se vieron beneficiados por menores incumplimientos¹⁷.

- En **Reino Unido** se ha encontrado que la introducción de un límite sobre la ratio LTI causó una reducción en el crédito a prestatarios de rentas más bajas y una moderación en el crecimiento de los precios de la vivienda en zonas donde las entidades concedían préstamos más arriesgados. Adicionalmente, los prestatarios de menores rentas presentaron tasas de impago más bajas, lo que sugiere un beneficio en términos de resiliencia ante eventos adversos¹⁸.
- Por su parte, en **Dinamarca**, se ha identificado que el endurecimiento del LTV tuvo consecuencias positivas sobre la estabilidad financiera, sin que afectara significativamente al acceso a la vivienda de los hogares en el medio y largo plazo¹⁹. Aun así, en el corto plazo, la activación de estas medidas sí que puede implicar costes de ajuste y limitar el acceso a la vivienda mientras los hogares acumulan el mayor ahorro necesario para su compra y se transmite su activación a menores precios²⁰.

Modelos teóricos sobre las BBM y su impacto macroeconómico

La literatura reciente ha desarrollado diversos modelos macroeconómicos para analizar cómo las BBM afectan a la dinámica del crédito, los mercados de vivienda y la estabilidad macroeconómica. En su mayoría, son modelos teóricos de equilibrio general o parcial, y algunos de ellos permiten modelizar el comportamiento heterogéneo de los hogares.

14 M. Franta y L. Gambacorta. (2020). «On the effects of macroprudential policies on Growth-at-Risk». *Economics Letters*, 196(109501); J. E. Galán. (2024). «The benefits are at the tail: Uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk». *Journal of Financial Stability*, 74(100831); J. E. Galán. (2025). «Macroprudential policy and the tail risk of credit growth». Documentos de Trabajo, 2509, Banco de España.

15 J. Armstrong, H. Skilling y F. Yao. (2019). «Loan-to-value ratio restrictions and house prices: Micro evidence from New Zealand». *Journal of Housing Economics*, 44, pp. 88–98.

16 V. Acharya, K. Bergant, M. Crosignani, T. Eisert y F. McCann. (2022). «The anatomy of the transmission of macroprudential policies». *The Journal of Finance*, 77(5), pp. 2533–2575.

17 S. van Bakkum, M. Gabarro, R. M. Irani y J. L. Peydró. (2024). «The real effects of borrower-based macroprudential policy: Evidence from administrative household-level data». *Journal of Monetary Economics*, 147(103574).

18 J. L. Peydró, F. Rodríguez-Tous, J. Tripathy y A. Uluc. (2024). «Macroprudential Policy, Mortgage Cycles, and Distributional Effects: Evidence from the United Kingdom». *The Review of Financial Studies*, 37(3), pp. 727–760.

19 G. Cokayne, E. Gerba, A. Kuchler y R. P. Roulund. (2024). «Thank me later: Why is (macro)prudence desirable?». *Journal of Financial Stability*, 71(101227).

20 A. DeFusco, S. Johnson y J. Mondragon. (2020). «Regulating household leverage». *The Review of Economic Studies*, 87(2), pp. 914–958; D. Abreu, S. Félix, V. Oliveira y F. Silva. (2024). «The impact of a macroprudential borrower-based measure on households' leverage and housing choices». *Journal of Housing Economics*, 64(101939); F. G. Caloia. (2024). «Borrower-based measures, house prices, and household debt». *Journal of International Money and Finance*, 143(103051); M. Hodula, L. Pfeifer, M. Szabo y M. Melecký. (2023). «Cooling the mortgage loan market: The effect of borrower-based limits on new mortgage lending». *Journal of International Money and Finance*, 132(102808).

¿QUÉ DICE LA LITERATURA SOBRE LOS LÍMITES A LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO? (cont.)

Varios de estos estudios han señalado que la relajación de límites a la ratio LTV genera aumentos importantes de los precios de la vivienda, al reducir la prima de riesgo inmobiliaria, y que este efecto se amplifica en mercados con poca movilidad entre el alquiler y la compra. Esta clase de estudios sugiere un efecto de retroalimentación entre la relajación de la ratio LTV y los precios de la vivienda, que llevaría a situaciones de precios más elevados y crédito más arriesgado.

En este sentido, se ha encontrado que, al aumentar los precios de la vivienda, la relajación de la ratio LTV conduciría a un incremento del endeudamiento en términos de ingresos de los hogares. Esto, a su vez, aumentaría las ratios DTI y DSTI y tendría efectos negativos sobre el consumo (excluyendo el propio uso de la vivienda) en el corto plazo, al asumir mayor carga financiera²¹. En el medio plazo, el mayor endeudamiento limitaría también el consumo de los hogares ante un *shock* negativo de ingresos. De esta manera, un enfoque combinado de medidas BBM que limitase el endeudamiento tendría efectos positivos al reducir la volatilidad del consumo a lo largo del ciclo²².

Por otra parte, algunos estudios han observado beneficios de las BBM como complemento de las medidas de capital bancario. Mientras que los requerimientos de capital actúan principalmente mejorando la resiliencia de los bancos, las BBM mejoran la resiliencia de los hogares. En particular, la combinación de políticas BBM estructurales con medidas de capital variables en el tiempo (como los colchones contracíclicos) tendría efectos positivos sobre la estabilidad financiera²³.

Otra rama de esta literatura ha estudiado la interacción de estas medidas con la política monetaria, encontrando que son complementarias. En particular, se identifica que los

límites sobre la ratio DSTI ayudan a contener los efectos negativos del endurecimiento de la política monetaria sobre el servicio de la deuda de los hogares²⁴. También se destaca que los límites sobre la ratio LTV reducen el endeudamiento de los hogares, ayudando así a la estabilización de los ciclos de crédito, algo que no logra por sí sola la política monetaria²⁵.

Por otra parte, algunos modelos permiten analizar los efectos distributivos de las BBM. En algunos de estos estudios se ha advertido que los límites a las ratios LTV y LTI reducirían el crecimiento de los precios de la vivienda, pero aumentarían los precios de los alquileres, afectando negativamente a jóvenes y a hogares de ingresos medios, si bien estos grupos se beneficiarían de menores caídas de consumo durante las crisis²⁶. En España, aplicaciones de este tipo de modelos han identificado que condiciones muy relajadas del crédito hipotecario antes de la crisis y su abrupto cambio durante la crisis se relacionan con la reducción del acceso a la vivienda en propiedad y del consumo de los prestatarios jóvenes²⁷. En este contexto, las BBM ayudarían a mitigar los efectos negativos de una crisis sobre los grupos vulnerables.

Finalmente, la literatura reciente ha utilizado los denominados modelos basados en agentes (ABM, por sus siglas en inglés) para simular de forma detallada el impacto de las BBM en los mercados hipotecarios y de vivienda. Estos modelos simulan el comportamiento de agentes individuales (como hogares, bancos o empresas), adaptándose de forma precisa a sus distribuciones reales, e incorporando dinámicas realistas del ciclo de vida, el mercado de alquiler y la compra para inversión.

Los estudios para diversos países han encontrado que las BBM reducen el endeudamiento, el riesgo crediticio y la probabilidad de impago, aunque afectan más a

21 M. M. Ingholt. (2022). «Multiple Credit Constraints and Time-Varying Macroeconomic Dynamics». *Journal of Economic Dynamics and Control*, 143(104504).

22 A. Ferrero, R. Harrison y B. Nelson. (2024). «House price dynamics, optimal LTV limits and the liquidity trap». *Review of Economic Studies*, 91(2), pp. 940–971; G. Cokayne, E. Gerba, A. Kuchler y R. P. Roulund, R.P. (2024). «Thank me later: Why is (macro)prudence desirable?». *Journal of Financial Stability*, 71(101227).

23 L. Herrera, L. (2025). «Building-up financial resilience: The role of borrower-based macroprudential policies», Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

24 D. L. Greenwald. (2018). «The mortgage credit channel of macroeconomic transmission». Research Paper, 5184, MIT Sloan School of Management.

25 S. Alpanda y S. Zubairy. (2017). «Addressing household indebtedness: Monetary, fiscal or macroprudential policy?». *European Economic Review*, 92, pp. 47–73; J. Chen, D. Finocchiaro, L. Lindé y K. Walentin. (2023). «The costs of macroprudential deleveraging in a liquidity trap». *Review of Economic Dynamics*, 51, pp. 991–1011.

26 J. Castellanos, G. Paz-Pardo y A. Hannon. (2024). «The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets». ECB Working Paper, 2977, European Central Bank

27 C. Ferreira, J. Gálvez y M. Pidkuyko. (2024). «Housing tenure, consumption and household debt: life-cycle dynamics during a housing bust in Spain». Documentos de Trabajo, 2424, Banco de España.

¿QUÉ DICE LA LITERATURA SOBRE LOS LÍMITES A LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO HIPOTECARIO? (cont.)

compradores de primera vivienda y pueden generar efectos indirectos en el mercado de alquiler. Además, destacan la importancia de que la calibración de las BBM considere la distribución conjunta de riesgos y la interacción entre medidas²⁸.

Principales conclusiones de la evidencia sobre las BBM

La literatura revisada ofrece evidencia de que las BBM son herramientas eficaces para mitigar riesgos sistémicos derivados del sobreendeudamiento de los hogares y desequilibrios en el mercado inmobiliario. Los estudios empíricos muestran que estándares de concesión de préstamos más estrictos (especialmente límites a las ratios LTV y DSTI) reducen significativamente la probabilidad de impago, moderan el crecimiento del crédito en fases expansivas y fortalecen la resiliencia del sistema financiero. Además, se ha demostrado que la implementación simultánea de distintas BBM mejora su efectividad y reduce las consecuencias no intencionadas de las medidas.

Por otra parte, los modelos teóricos disponibles identifican que las BBM ayudan a estabilizar los ciclos crediticios, reducir la probabilidad de crisis y mitigar los efectos negativos sobre el bienestar, especialmente durante fases

contractivas del ciclo económico y financiero. Sin embargo, también advierten sobre efectos redistributivos relacionados con la reasignación del crédito hacia prestatarios menos restringidos o el aumento de los precios de los alquileres (véase esquema 1).

Todo lo anterior muestra la efectividad de estas medidas bajo determinadas circunstancias, aunque la evidencia disponible es heterogénea. Asimismo, apunta a la conveniencia de una implementación flexible de las BBM, junto con una evaluación continua basada en datos granulares y modelos avanzados. De esta manera, de acuerdo con los estudios previos analizados, se maximizaría su efectividad y minimizarían sus costes.

En cualquier caso, aunque la literatura previa proporciona una guía muy útil, no se ha podido identificar en ella un marco integrado y generalmente aceptado para evaluar de forma exhaustiva los beneficios y costes de estas medidas, en particular sobre el equilibrio general de la economía. Además, su eventual aplicación en España requiere de estudios adicionales, como los que están en curso en el Banco de España, que incorporen a su evaluación las características estructurales y la coyuntura de la economía española.

Esquema 1

Beneficios y aspectos destacados en la literatura sobre impacto de las BBM



FUENTE: Elaboración propia a partir de los artículos revisados.

28 R. Baptista, J. D. Farmer, M. Hinterschweiger, K. Low, D. Tang y A. Uluc. (2016). "Macroprudential policy in an agent-based model of the UK housing market". Staff Working Papers, 619, Bank of England; A. Carro. (2023). "Taming the housing roller coaster: The impact of macroprudential policy on the house price cycle". Journal of Economic Dynamics and Control, 156(104753).

Anejo 1 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADOS

Cuadro A1.1

Balance consolidado. Entidades de depósito (a)

Activo	jun-25	Var. jun-25/jun-24	Peso AT jun-24	Peso AT jun-25
	m€	%	%	%
Caja y bancos centrales	388.742	1,9	9,1	8,9
Entidades de crédito	324.897	7,9	7,2	7,5
Crédito a las Administraciones Públicas	119.727	7,7	2,7	2,7
Crédito al sector privado	2.405.188	1,4	56,6	55,2
Valores de renta fija	668.260	6,3	15,0	15,3
Otros instrumentos de capital	42.924	3,6	1,0	1,0
Participaciones	19.735	-11,8	0,5	0,5
Derivados	127.910	0,0	3,1	2,9
Activo material	52.920	-6,5	1,4	1,2
Resto del activo	210.387	41,2	3,6	4,8
Total activo	4.360.704	4,1	100,0	100,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.476.546	1,6	58,2	56,8
Financiación a las Administraciones Públicas	666.006	6,2	15,0	15,3
Activos dudosos totales	78.255	-5,9	2,0	1,8
Ratio de morosidad total	2,1	-22 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	jun-25	Var. jun-25/jun-24	Peso AT jun-24	Peso AT jun-25
	m€	%	%	%
Depósitos de bancos centrales	51.778	-27,5	1,7	1,2
Depósitos de entidades de crédito	322.328	10,8	6,9	7,4
Depósitos de las Administraciones Públicas	241.972	25,6	4,6	5,5
Depósitos del sector privado	2.557.606	0,8	60,6	58,7
Valores negociables y financiación subordinada	504.390	0,9	11,9	11,6
Derivados	108.936	-4,3	2,7	2,5
Provisiones (incluye pensiones)	20.463	-4,0	0,5	0,5
Resto del pasivo	262.670	39,8	4,5	6,0
Total pasivo	4.070.144	3,9	93,4	93,3
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	17	-99,0	0,0	0,0
Fondos propios	334.618	5,4	7,6	7,7
Intereses minoritarios	12.688	8,3	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-56.746	4,1	-1,3	-1,3
Total patrimonio neto	290.560	5,8	6,6	6,7
Total pasivo y patrimonio neto	4.360.704	4,1	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de junio de 2025.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito (a)

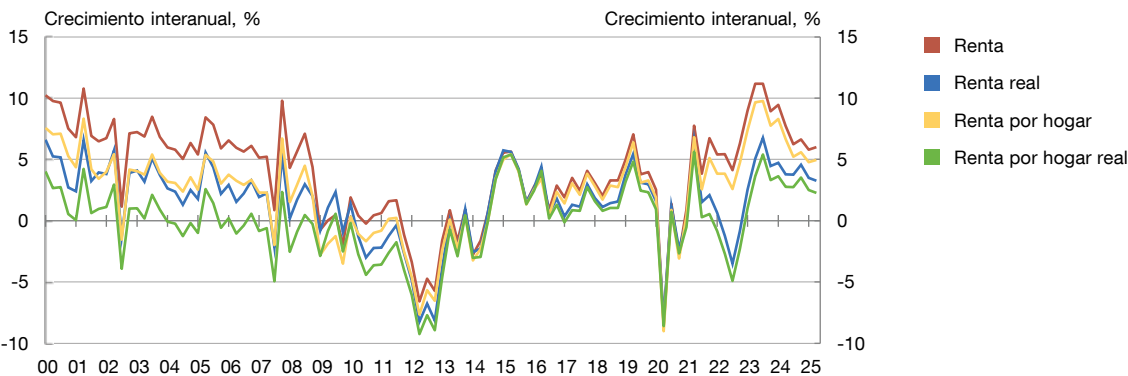
	jun-25		jun-24	jun-25
	m€	% var. jun-25/jun-24	% ATM	% ATM
Productos financieros	107.423	-8,8	5,65	4,96
Costes financieros	58.122	-10,6	3,12	2,68
Margen de intereses	49.302	-6,6 (-3,7)	2,53	2,28
Rendimiento de los instrumentos de capital	944	0,5	0,05	0,04
Margen de intermediación	50.246	-6,4 (-3,6)	2,57	2,32
Comisiones netas	16.892	2,3 (4,4)	0,79	0,78
Resultado de operaciones financieras	2.644	-21,6 (-20,5)	0,16	0,12
Otros resultados de explotación (neto)	-576	—	-0,17	-0,03
Margen bruto	69.206	-1,2 (1,4)	3,36	3,20
Gastos de explotación	30.682	-0,5 (1,1)	1,48	1,42
Margen de explotación	38.524	-1,7 (1,7)	1,88	1,78
Pérdidas por deterioros financieros	10.813	-1,4 (-0,3)	0,53	0,50
Otras dotaciones a provisiones (neto)	1.774	-29,8	0,12	0,08
Otros resultados (neto)	3.228	134,6	0,07	0,15
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	29.166	7,7	1,30	1,35
Resultado neto	21.067	10,5	0,91	0,97
PRO MEMORIA				
Resultado atribuido a la entidad dominante	20.069	9,8	0,88	0,93

FUENTE: Banco de España.

- a En la primera mitad de 2025 una entidad significativa ha anunciado el acuerdo de venta de una filial en el extranjero, de modo que de conformidad con los requerimientos establecidos por la NIIF 5, la entidad ha clasificado el negocio afectado por esa operación de venta como «activos/pasivos no corrientes mantenidos para la venta» y sus resultados se han registrado en una única línea del estado de resultados consolidado («resultados de operaciones interrumpidas (neto)»), quedando así excluidos, línea a línea, del desglose de las operaciones continuadas de la cuenta de resultados. A efectos analíticos, para las principales variables para las que se dispone de información, se ha incluido entre paréntesis en la segunda columna, la variación interanual tras añadir en los importes de junio de 2025 los importes procedentes de la actividad de esta filial en el primer semestre de 2025.

A2.2.1 Los hogares

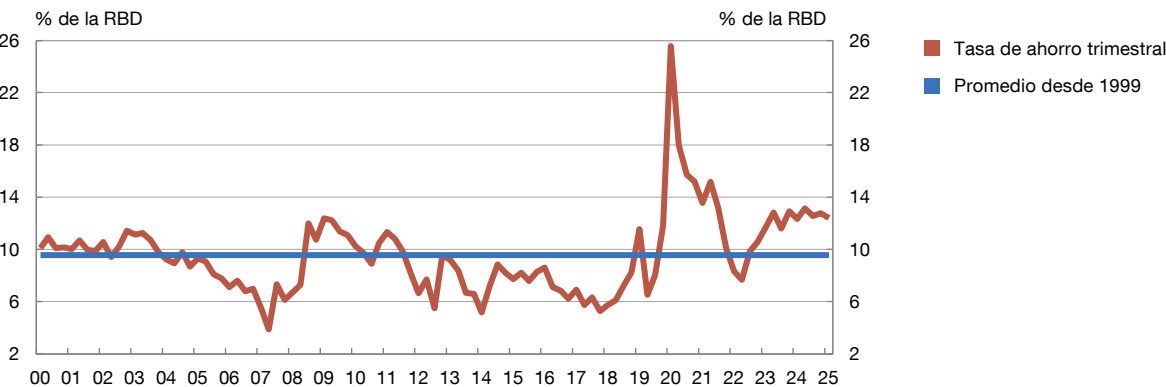
Gráfico A2.2.1.1
Renta de los hogares españoles (a)



FUENTES: INE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a Renta bruta disponible de la Contabilidad Nacional que incluye la remuneración de asalariados, el excedente bruto de explotación, la renta mixta bruta, las rentas de la propiedad y los impuestos netos pagados (que se deducen). La renta real está ajustada por la inflación, utilizando el deflactor del consumo.

Gráfico A2.2.1.2
Tasa de ahorro de los hogares en España (a)



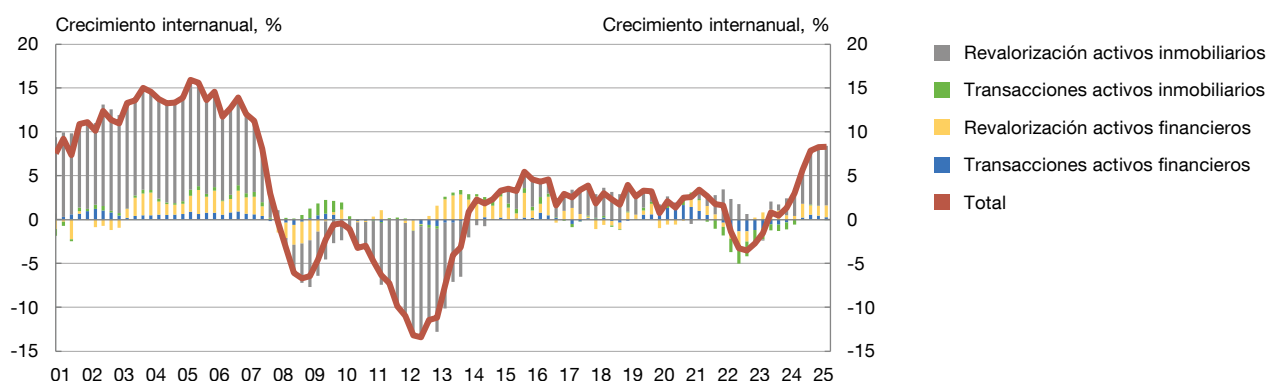
FUENTES: Eurostat, INE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

a Datos trimestrales desestacionalizados.

Nota A2.2.1.3 (Referida al Gráfico 2.2 en la sección 2.1)

c Estimado a partir de la EFF 2022. Se supone que la variación del euríbor a un año (media del año) entre 2022 y 2025, de 114 pb, se traslada completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable y que el nivel de deuda se mantiene constante e igual al de 2022. Se añade el impacto de la inflación actualizando con el IAPC los distintos componentes del gasto. La inflación entre 2022 y 2025 es un 18,4 % en alimentos, -4,5 % en suministros y 6,4 % en alquiler de la vivienda principal. Se supone que la renta de cada hogar aumenta de acuerdo con la evolución observada según la contabilidad nacional y que se distribuye por quintil de renta según muestra la Encuesta de Presupuestos Familiares.

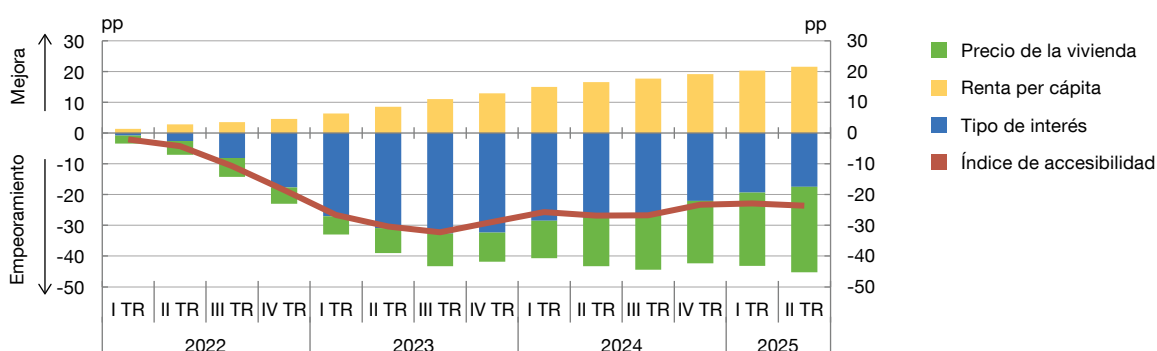
Gráfico A2.2.1.4

Riqueza Bruta real de los hogares en España (a)

FUENTES: INE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

- a La métrica de riqueza utilizada es bruta (valor de todos los activos sin deducir los pasivos) y los datos son deflactados con el deflactor del consumo. Las series de transacciones reflejan cambios en la riqueza de los hogares debidos a estas (por ejemplo, compraventas de activos) y las de revalorización a cambios en el valor de las tenencias de activos de los hogares.

Gráfico A2.2.1.5

Accesibilidad a la vivienda en propiedad. Variación acumulada desde finales de 2021. España (a) (b)

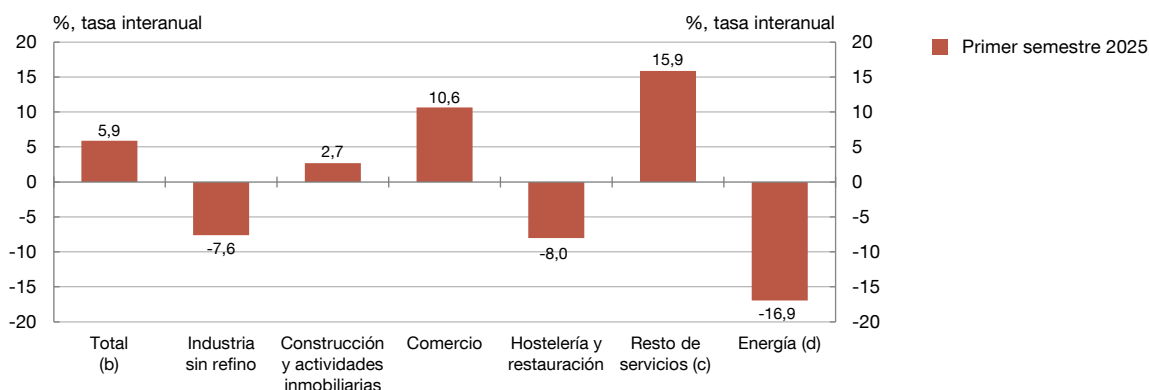
FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2025.

- a Índice de accesibilidad calculado de acuerdo con la metodología del HOAM Index de la Fed de Atlanta. La variación del índice y de sus componentes está expresada en pp del cambio de sus respectivos logaritmos. Índice IV TR 2021 = 100.
- b El precio de la vivienda se mide con el IPV, la renta per cápita es la RBD per cápita media en los últimos cuatro trimestres y el tipo de interés es el coste de los nuevos préstamos a los hogares para adquisición de vivienda.

A2.2.2 Las empresas no financieras

Gráfico A2.2.2.1

Resultado económico bruto de las sociedades no financieras en España (a)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT) y Banco de España. Última observación: primer semestre de 2025.

- a El REB se calcula como Ventas – Compras – Retribuciones salariales. Corregido de efecto calendario.
- b No incluye educación, sanidad, AAPP, actividades recreativas, instituciones financieras y de seguros, y otros servicios. Datos de la AEAT, excepto para suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado; coquerías y refino de petróleo y comercio al por mayor de combustibles sólidos, líquidos y gaseosos, y productos similares, que provienen de la CBT.
- c Incluye transporte y almacenamiento; información y comunicaciones; actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades administrativas y servicios auxiliares.
- d Incluye minería e industria extractiva, y energía eléctrica, gas y agua.

Nota A2.2.2.2 (Referida al Gráfico 2.5 en la sección 2.2)

- c Datos estimados. Los gastos financieros agregados por sector (dos dígitos de CNAE) se aproximan suponiendo que la disminución del Euribor a 3 meses (media del año) entre 2023 y 2025, de 118,3 pb, se traslada completamente al coste medio de la deuda y que el volumen de la deuda con coste evoluciona según la variación del crédito bancario de cada sector, de acuerdo con la CIR. Se asume que la variación del REB es igual a la observada con los datos de la AEAT por sector o con la CBT si el sector no está disponible en la Agencia Tributaria. Se excluyen holdings, sedes centrales, sectores no tratados por la AEAT y empresas inactivas, así como empresas con información errónea en los datos de gastos financieros y deuda con coste.

A2.2.3 Las Administraciones Públicas en España

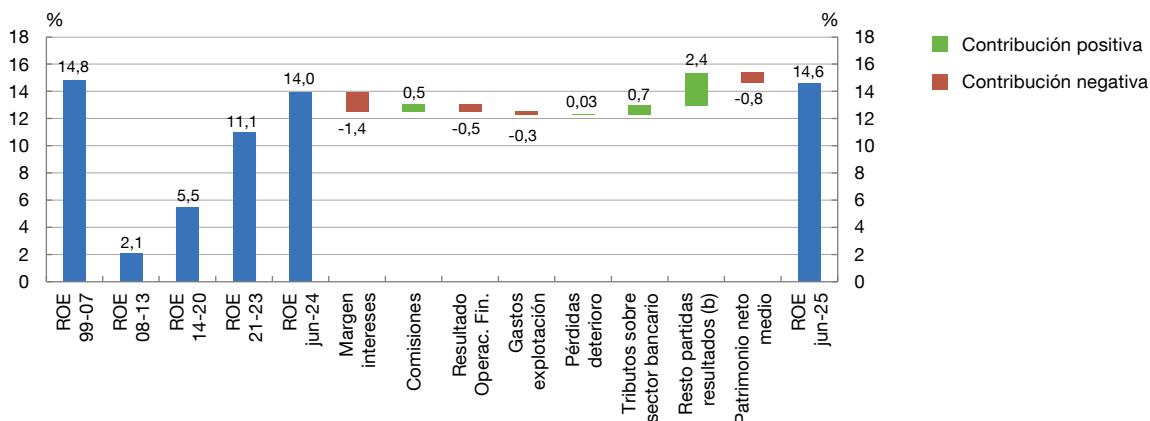
Todos los gráficos relevantes en relación con este apartado están incluidos en el apartado correspondiente del cuerpo del IEF.

A2.3.1 Sector bancario

A2.3.1.1 Rentabilidad

Gráfico A2.3.1.1.1

Descomposición de la variación de la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE). Datos consolidados (a)

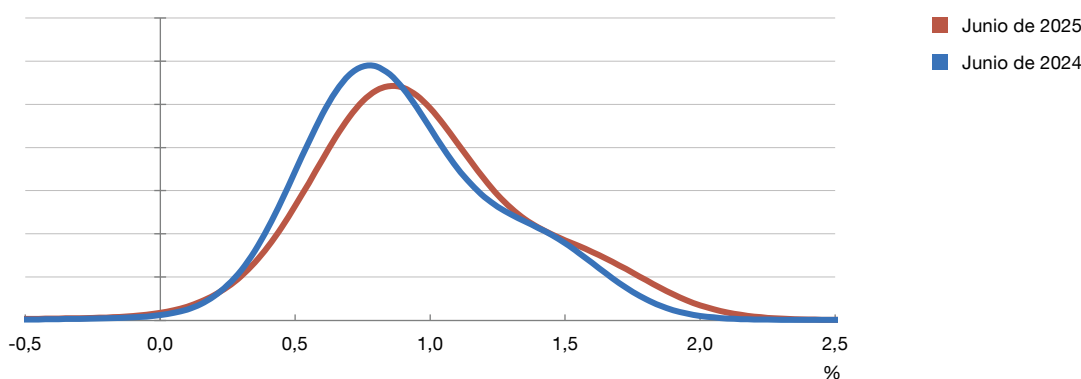


FUENTES: Banco de España e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

- a El color verde de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación de la rentabilidad anualizada sobre patrimonio neto de junio de 2025 respecto a junio de 2024. Las medias de los períodos previos (1999 a 2023) se calculan como la media del ROE anual de cada período. Los datos de cada una de las diferentes partidas de beneficio incluyen en junio de 2025 los importes del negocio afectado por la venta de la filial en el extranjero de una entidad significativa (no se agrupan en una única partida de resultados de operaciones discontinuadas), por lo que la comparación de componentes del ROE no se ve distorsionada entre ambos períodos.
- b Incluye, entre otras partidas, ingresos por dividendos, resultados integrados mediante método de participación, otros resultados de explotación, gastos por provisiones (distintas de las asociadas a pérdidas por deterioro), impuesto de sociedades y otros resultados.

Gráfico A2.3.1.1.2

Distribución por entidades de la rentabilidad sobre activo. Datos consolidados (a)



FUENTES: Banco de España e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

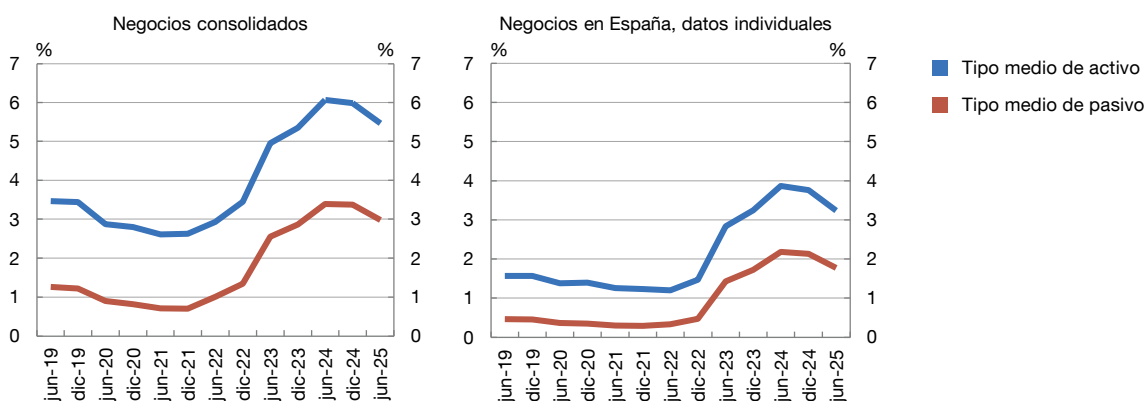
- a El gráfico muestra la función de densidad del ROA para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total medio consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Nota A2.3.1.1.3 (Referida al Gráfico 3.1 en la sección 3.1.1)

- a El color verde (rojo) de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación de la rentabilidad anualizada sobre activo de junio de 2025 respecto a junio de 2024. Las medias de los períodos previos (1999 a 2023) se calculan como la media del ROA anual de cada período. Los datos de cada una de las diferentes partidas de beneficio incluyen en junio de 2025 los importes del negocio afectado por la venta de la filial en el extranjero de una entidad significativa (no se agrupan en una única partida de resultados de operaciones discontinuadas), por lo que la comparación de componentes del ROA no se ve distorsionada entre ambos períodos.
- b Incluye, entre otras partidas, ingresos por dividendos, resultados integrados mediante método de participación, otros resultados de explotación, gastos por provisiones (distintas de las asociadas a pérdidas por deterioro), impuesto de sociedades y otros resultados.

Gráfico A2.3.1.1.4

Tipos medios de los activos y pasivos financieros (a)



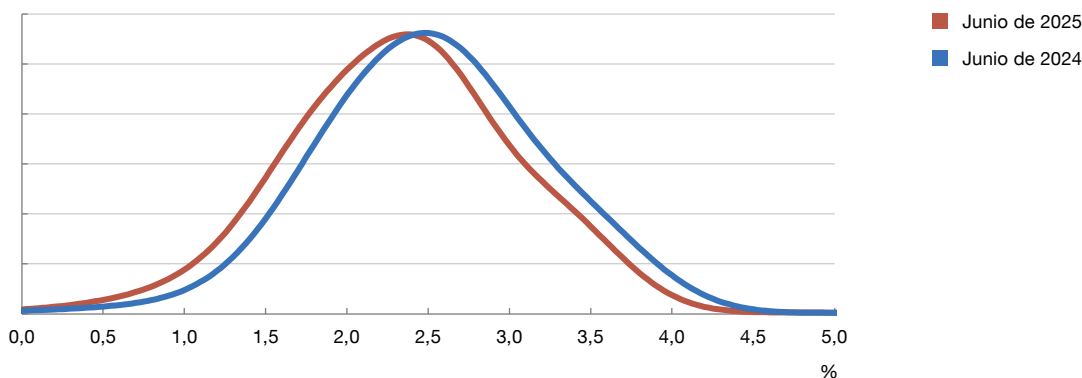
FUENTES: Banco de España, Capital IQ e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

- a El tipo medio del activo financiero se calcula como la ratio entre los ingresos por intereses y los activos financieros rentables, mientras que el tipo medio del pasivo financiero se calcula como la ratio entre los gastos por intereses y los pasivos financieros onerosos. Nótese que el denominador del tipo medio de pasivo de este gráfico son los pasivos financieros onerosos (al contrario que en el gráfico 3.10, cuyo denominador es el pasivo total).

Nota A2.3.1.1.5 (Referida al Gráfico 3.2 en la sección 3.1.1)

- a El efecto cantidad se calcula como el producto de la variación de la inversión (en el caso de los ingresos) o de la financiación (en el caso de los gastos) por la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o el coste (en el caso de los gastos) mantenidos constantes en los valores del período inicial. Asimismo, el efecto precio se calcula como el producto de la variación de la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o del coste (en el caso de los gastos) por la inversión (en el caso de los ingresos) o la financiación (en el caso de los gastos) mantenidas constantes en los valores del período inicial. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia de la variación total con la suma de los efectos precio y cantidad. Los efectos sobre el margen de intereses se calculan como la diferencia de los efectos sobre ingresos por intereses y gastos por intereses. Los datos incluyen los importes del negocio afectado por la venta de la filial en el extranjero de una entidad significativa, por lo que la comparación de la variación del margen de intereses se hace entre conceptos homogéneos en los distintos períodos.

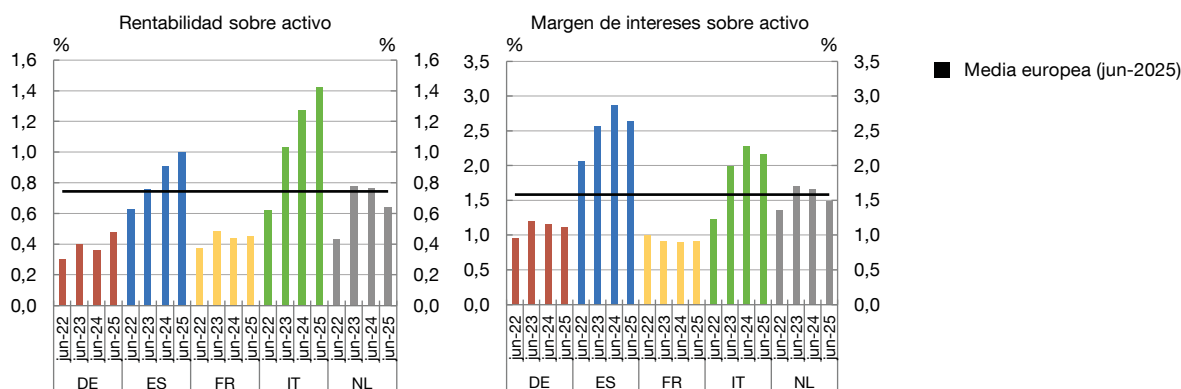
Gráfico A2.3.1.1.6

Distribución por entidades del margen de intereses sobre activo total medio (ATM). Datos consolidados (a)

FUENTES: Banco de España, Capital IQ e informes financieros públicos. Última observación: junio de 2025.

- a El gráfico muestra la función de densidad del margen de intereses sobre activo total medio para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total medio consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.1.7

**Comparativa europea de la rentabilidad sobre activo y del margen de intereses sobre activo
Datos consolidados**

FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: junio de 2025.

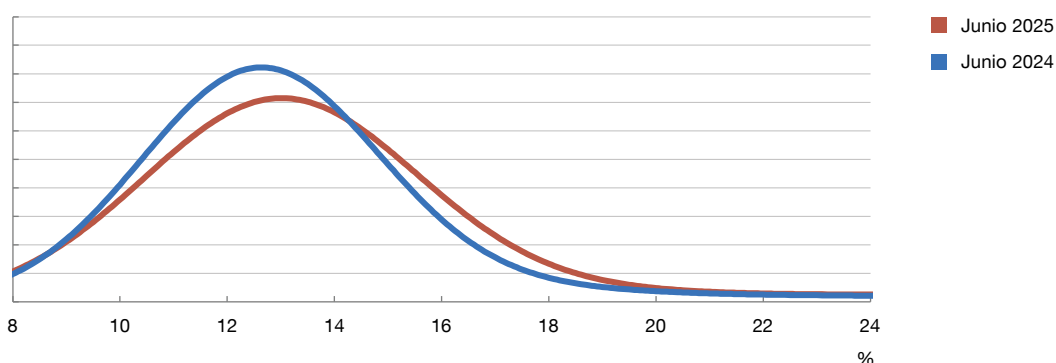
A2.3.1.2 Solvencia**Nota A2.3.1.2.1 (Referida al Gráfico 3.4 en la sección 3.1.2)**

- a La ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre activos ponderados por riesgo (APR). A su vez, los APR pueden obtenerse como total activos x densidad, donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre total activos. Así, en el gráfico, la variación de la ratio de CET1 se descompone en las variaciones del CET1, del total activos y de la densidad. Existe un efecto mixto residual procedente de la descomposición que se atribuye de manera proporcional al valor absoluto de las variaciones de los factores mostrados. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes. Los requerimientos de capital de Basilea III se introdujeron en España en 2014 y la información sobre la ratio CET1 empieza a estar disponible ese año.

- b La ratio de apalancamiento se calcula como capital de nivel 1 (Tier 1 capital, T1) sobre exposición total. En el gráfico, la variación de la ratio de apalancamiento se descompone en las variaciones del capital de nivel 1 y de la exposición total. Existe un efecto mixto residual procedente de la descomposición que se atribuye de manera proporcional al valor absoluto de las variaciones de los factores mostrados. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes. La ratio de apalancamiento comienza a reportarse en septiembre de 2016.
- c Los requerimientos de capital de Basilea III se introdujeron en España en 2014 y la información sobre la ratio CET1 empieza a estar disponible ese año.
- d Las ratios de Tier 1 y de CET1 son coincidentes en 2014 y 2015 debido al efecto de aplicar las normas de transición (*phase-in*) en vigor en esos años a la situación de balance y capital que tenían los bancos españoles. Ambas ratios se presentan bajo definición transitoria (*phase-in*). Esto es, se calculan a cada fecha aplicando las correspondientes normas de transición de las reformas postcrisis de requerimientos de capital, sin asumir la implementación plena de las mismas en todas las fechas (enfoque *fully-loaded*).

Gráfico A2.3.1.2.2

Distribución por entidades de la ratio de CET1. Datos consolidados (a)

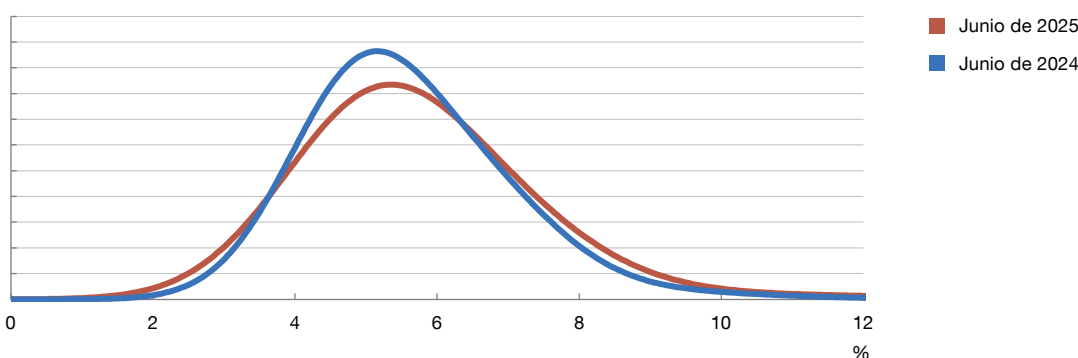


FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: junio de 2025.

- a El gráfico muestra la función de densidad de la ratio de CET1 para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.2.3

Distribución por entidades de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados (a)

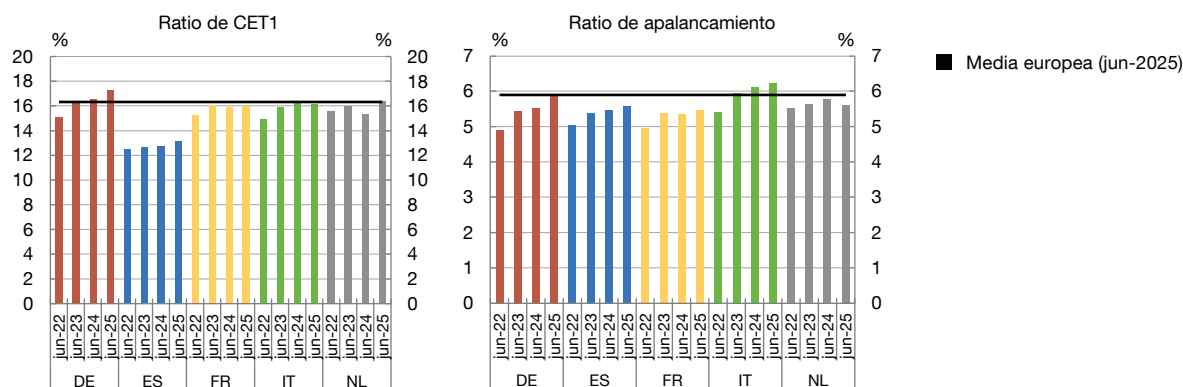


FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

- a El gráfico muestra la función de densidad de la ratio de apalancamiento para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.2.4

Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados

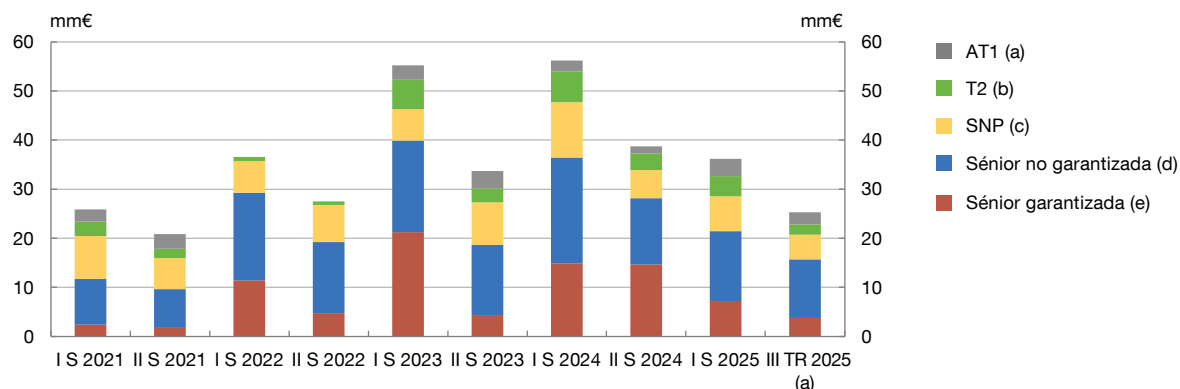


FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: junio de 2025.

A2.3.1.3 Balance consolidado

Gráfico A2.3.1.3.1

Volumen semestral de las emisiones en mercado primario



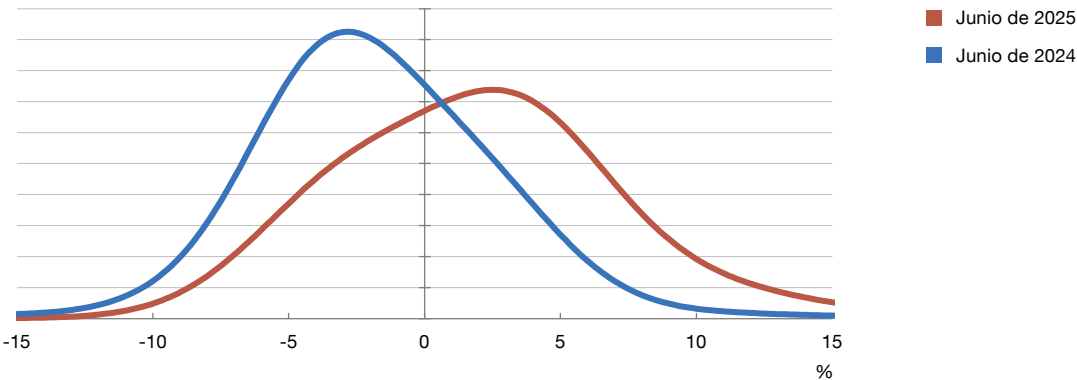
FUENTES: CSDB y LSEG Workspace. Última observación: 30 de septiembre de 2025.

- a El último período de datos (2025-T3) incluye solamente las emisiones realizadas en el tercer trimestre de 2025.
- b Los instrumentos elegibles como capital adicional de nivel 1 (*Additional Tier 1*, AT1) son instrumentos contingentemente convertibles en acciones (*Contingent Convertible Bonds*, CoCos), que tienen características de deuda y capital. Se caracterizan por ser perpetuos, por la discrecionalidad del emisor para cancelar el pago de intereses y por la opción de ser amortizados una vez hayan pasado cinco años. Pueden ser empleados para recapitalizar la entidad, por ejemplo, en caso de que el capital de la esta caiga por debajo de un cierto nivel.
- c Los instrumentos de deuda subordinada elegibles como capital de nivel 2 (*Tier 2*, T2) presentan un menor riesgo para el inversor y se caracterizan, a diferencia de los AT1, por tener fecha de vencimiento (aunque debe ser superior a cinco años) y porque el emisor sí está obligado al pago de la remuneración establecida. Estos instrumentos tienen también capacidad de absorción de pérdidas en caso de insolvencia.
- d La deuda sénior no preferente (*senior non-preferred*, SNP) es una categoría de deuda que, en caso de resolución de la entidad, implicaría la asunción de pérdidas por parte de sus tenedores con un orden de prelación inferior al de los tenedores de emisiones sénior tradicionales.
- e La deuda sénior no garantizada se caracteriza por no estar respaldada por ningún tipo de activo específico, pero por su consideración de sénior se sitúa, dentro del conjunto de emisiones sin garantía adicional, en primer lugar en el orden de cobro en caso de quiebra del banco emisor.
- f La deuda sénior garantizada (incluyendo cédulas hipotecarias) se caracteriza por contar con una garantía adicional o colateral, normalmente una cartera de préstamos hipotecarios (como es el caso en las cédulas hipotecarias), que proporcionan al tenedor una doble garantía: el propio banco emisor y el derecho preferente de cobro sobre la cartera frente al resto de acreedores.

A2.3.1.4 Crédito

Gráfico A2.3.1.4.1

Distribución por entidades de la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

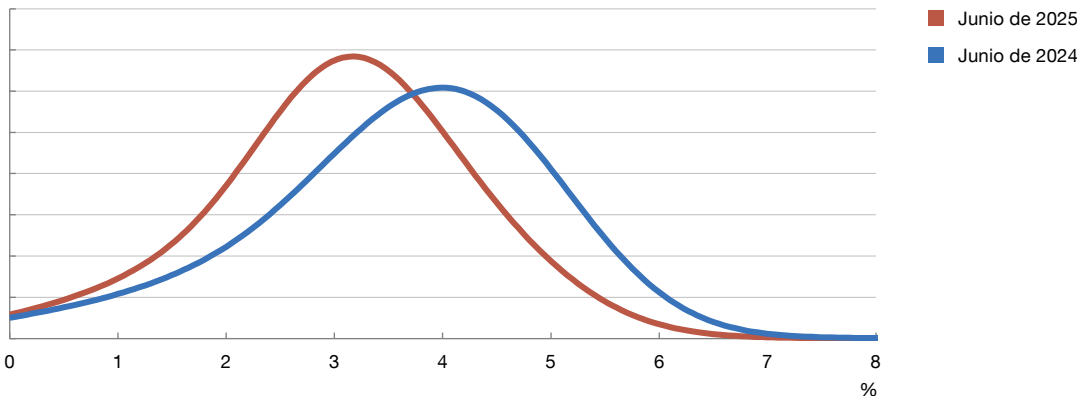
- a Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
b El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos para las entidades de depósito españolas, ponderada por el activo total. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Nota A2.3.1.4.2 (Referida al gráfico 3.7 en la sección 3.1.4)

- a Las categorías de empresas y autónomos designan, respectivamente, a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.
b El indicador de *momentum* muestra la tasa de variación intertrimestral anualizada de la media móvil de tres meses del saldo desestacionalizado.
c Se considera el crédito concedido a los sectores privados residentes en el negocio doméstico de las entidades bancarias españolas y del área del euro.

Gráfico A2.3.1.4.3

Distribución por entidades de la ratio de dudosos del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



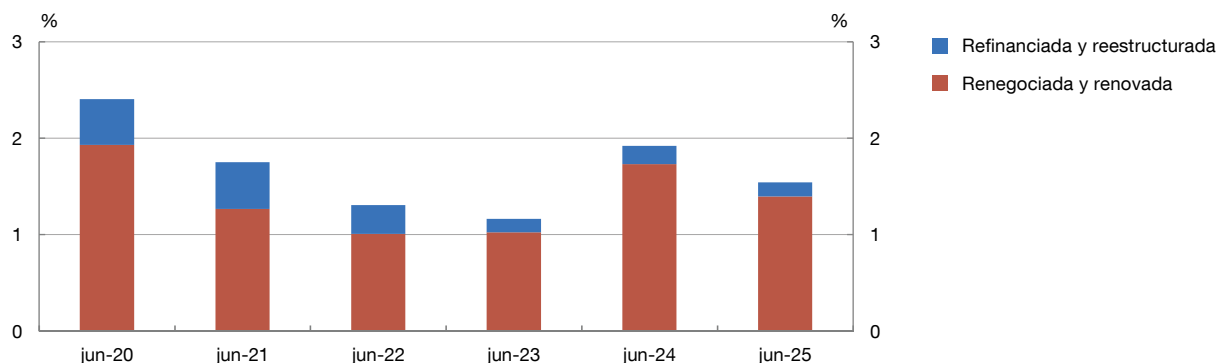
FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

- a Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
b El gráfico muestra la función de densidad de la ratio de préstamos dudosos del crédito para las entidades de depósito españolas, ponderada por el activo total. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

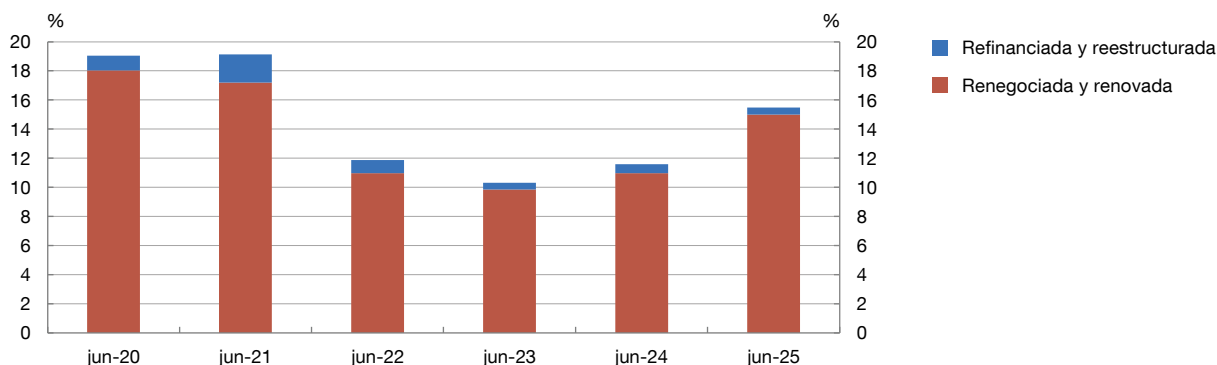
Gráfico A2.3.1.4.4

Flujos acumulados a doce meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones

A2.3.1.4.4.a Flujo acumulado a doce meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones (a). Hogares. Negocios en España. DI



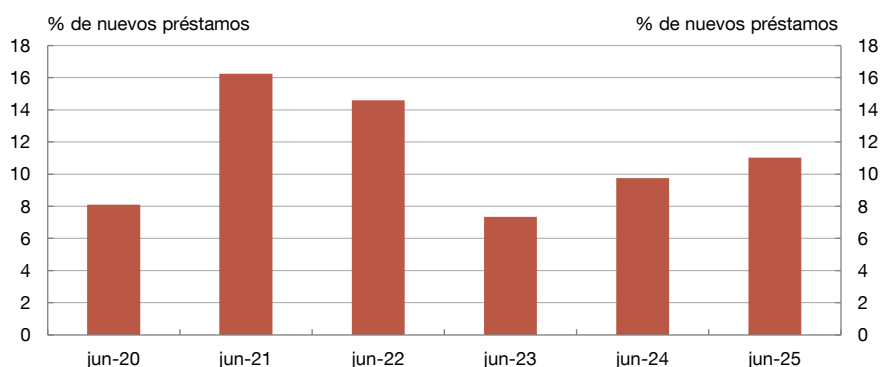
A2.3.1.4.4.b Flujo acumulado a doce meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones (a). Sociedades no financieras y empresarios individuales. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a Para la construcción del flujo acumulado a doce meses, se toma la suma de los flujos mensuales de julio a junio como porcentaje de la cartera a junio del año previo.

Gráfico A2.3.1.4.5

Ratio de nuevas titulaciones respaldadas por préstamos originados en España sobre el crédito nuevo en España (a)

FUENTE: Banco de España. Última observación: junio de 2025.

a La muestra utilizada para construir este gráfico incluye aquellas entidades que originaron al menos una titulización respaldada por préstamos generados en España durante el período julio 2019-junio 2025. La barra correspondiente a junio del año t se construye utilizando información del período comprendido entre julio del año t-1 y junio del año t. El análisis se basa en datos consolidados a nivel de grupo bancario. Las barras se calculan dividiendo el importe de las nuevas titulaciones originadas sobre el importe de las nuevas operaciones de crédito a hogares y empresas.

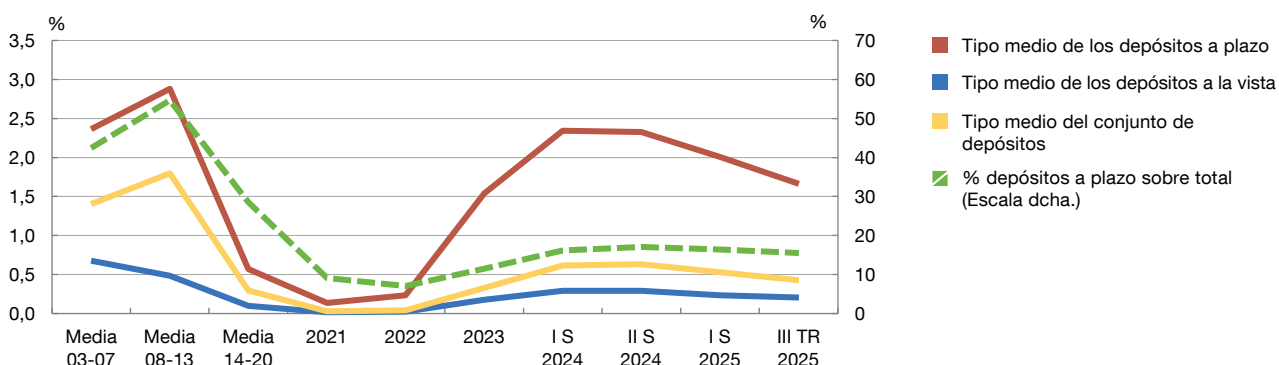
Nota A2.3.1.4.6 (Referida al gráfico 3.9 en la sección 3.1.4)

- a La muestra utilizada para construir este gráfico incluye aquellas entidades cuyos saldos vivos de originación o inversión son positivos en al menos un mes del período junio de 2020-junio de 2025. El análisis se basa en datos consolidados a nivel de grupo bancario. La barra correspondiente a «Originación - Sintética» («Originación - Tradicional») se calcula como la ratio entre el valor agregado del saldo vivo de titulizaciones sintéticas (tradicionales) originadas sobre el valor del activo total consolidado. La barra correspondiente a «Inversión» (presentada en escala negativa, al disminuir la externalización neta de riesgos de crédito mediante el uso de titulizaciones) se construye de manera análoga, utilizando el valor agregado del saldo vivo de inversión en el numerador.

A2.3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez

Gráfico A2.3.1.5.1

Evolución de los tipos medios de los depósitos de hogares y empresas no financieras. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)

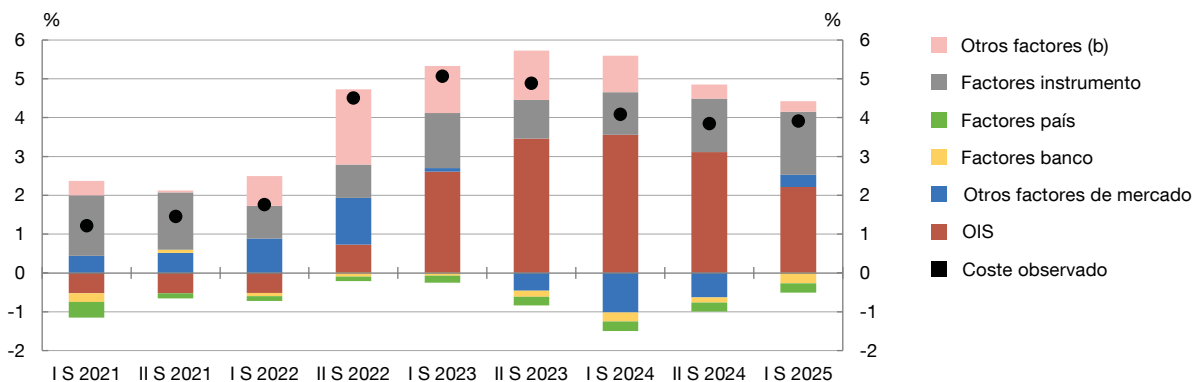


FUENTE: Banco de España. Última observación: septiembre de 2025.

- a Se consideran las operaciones llevadas a cabo por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
b El tipo de interés en cada período corresponde al promedio de los tipos de interés mensuales. Los tipos de interés mensuales, a su vez, se calculan como la media de los tipos a la vista y a plazo ponderados por los respectivos volúmenes de depósitos.

Gráfico A2.3.1.5.2

Descomposición del coste de la deuda emitida por bancos españoles (a)

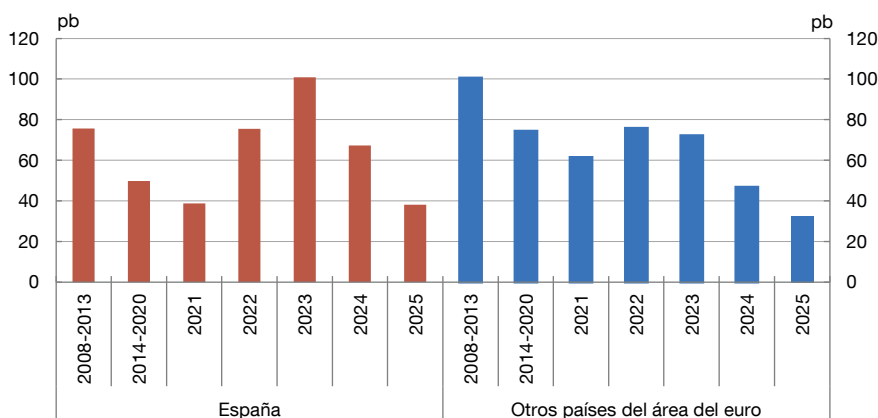


FUENTES: CSDB, Eikon Refinitiv y S&P Capital IQ. Última observación: 30 de junio de 2025.

- a Se utiliza un modelo econométrico que estima el coste de las emisiones computables para MREL para una muestra de bancos europeos en base a i) características del banco: tamaño (G-SIB, O-SII, Pilar 1, o menos de 100 mm€), rating, CET1, ROA y ratio de eficiencia; ii) factores país: PIB y nivel de desarrollo de los mercados financieros; iii) características del instrumento: nivel de subordinación (AT1, Tier 2, SNP y sénior) y vencimiento del bono; iv) la tasa de interés libre de riesgo mediante el uso del índice *overnight index swap* (OIS) a tres meses, y v) otros factores de mercado: diferencial soberano (rendimiento del soberano del país de la emisión a 10 años menos el OIS del mismo plazo) y pendiente de la curva (diferencial entre el OIS a 7 años y 3 meses).
b Se refiere a ajustes estadísticos como la constante del modelo, el residuo y el ajuste por selección. El ajuste por sesgo de selección varía para cada entidad y a lo largo del tiempo y se calcula como la contribución del inverse Mills Ratio, mediante el modelo de Heckman (1979).

Gráfico A2.3.1.5.3

Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda sénior no garantizada emitidos por las principales entidades españolas y otras entidades europeas (a)

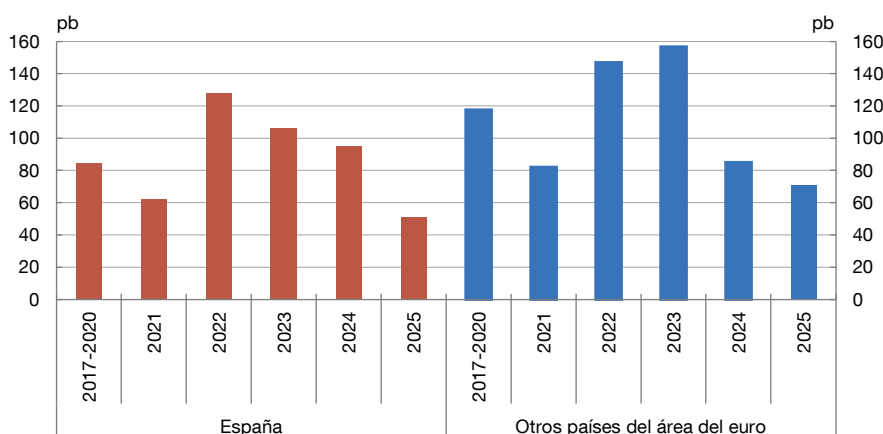


FUENTES: CSDB, Dealogic y Eikon Refinitiv. Última observación: septiembre de 2025.

a Se muestra el diferencial entre el coste de las emisiones a tipo fijo denominadas en euros sobre la rentabilidad del bono soberano al plazo correspondiente, ponderado por el volumen de los bonos emitidos por las entidades bancarias a distintos plazos. Se consideran las emisiones a tipo fijo denominadas en euros de las principales entidades de crédito cotizadas en España y Alemania, Francia, Italia y Países Bajos «Otros países del área del euro».

Gráfico A2.3.1.5.4

Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda sénior no preferente (SNP) emitidos por las principales entidades españolas y otras entidades europeas (a)



FUENTES: CSDB, Dealogic y Eikon Refinitiv. Última observación: septiembre de 2025.

a Se muestra el diferencial entre el coste de las emisiones a tipo fijo denominadas en euros sobre la rentabilidad del bono soberano al plazo correspondiente, ponderado por el volumen de los bonos emitidos por las entidades bancarias a distintos plazos. Se consideran las emisiones a tipo fijo denominadas en euros de las principales entidades de crédito cotizadas en España y Alemania, Francia, Italia y Países Bajos «Otros países del área del euro».

A2.3.2 Sector financiero no bancario

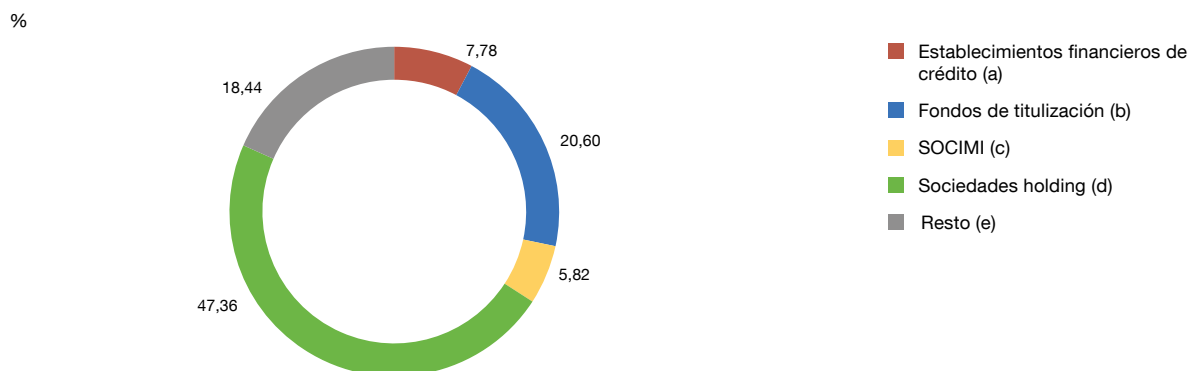
Nota A2.3.2.1 (Referida al Gráfico 3.13 en la sección 3.2)

a En el segundo trimestre de 2025, el activo total no consolidado de los bancos, fondos de inversión, empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios en España fue de 3.181, 490, 328, 173 y 653 mm de euros, respectivamente. Los correspondientes valores para el conjunto del área del euro fueron de 39.376, 20.929, 8.843, 3.354 y 25.227 mm de euros, respectivamente.

- b El ISFNB 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 EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, SOCIMI, agencias de valores, SGIIIC, sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades holding, filiales instrumentales emisoras de valores y el resto de entidades financieras especializadas.

Gráfico A2.3.2.2

Peso de los diferentes tipos de entidades dentro de otros intermediarios financieros no bancarios. Datos de activo a nivel no consolidado



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2023.

- a Los establecimientos financieros de crédito son entidades que se dedican a realizar operaciones de crédito en un ámbito específico, como crédito al consumo, crédito hipotecario, tarjetas, avales, etc.
- b Los fondos de titulización son empresas cuya principal actividad es i) realizar operaciones de titulización, con una estructura concebida para aislar las obligaciones de pago de la empresa de las del originador o la empresa de seguro o reaseguro, y ii) emitir valores representativos de deuda, otros instrumentos de deuda, participaciones en fondos de titulización y/o derivados financieros y/o tiene o puede tener jurídica o económicamente activos subyacentes a la emisión de instrumentos de financiación que se ofrezcan para su venta al público o se vendan sobre la base de inversiones privada.
- c Las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) son sociedades anónimas que cotizan en mercados, regulados o alternativos, y cuyo objeto social principal es la tenencia, directa o indirecta, de activos inmobiliarios para su alquiler.
- d Las sociedades holding son sociedades financieras cuyo objeto social principal es la tenencia y gestión de participaciones de control en otras empresas (filiales o participadas).
- e El resto de entidades incluye, entre otras, las sociedades de capital riesgo, las sociedades de valores, las entidades de contrapartida central, las agencias de valores, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), las sociedades de garantía recíproca, las sedes centrales de grupos financieros, las sociedades de tasación, las entidades de pago y las filiales instrumentales emisoras de valores.

Nota A2.3.2.3 (Referida al Gráfico 3.14 en la sección 3.2)

- a El apalancamiento se calcula como la ratio de activos totales sobre participaciones emitidas, para cada perfil de inversión y área geográfica.
- b El perfil inversor «Otros» se define como una categoría residual, es decir, engloba aquellos fondos que no están clasificados como renta variable, renta fija, renta mixta o inversión libre. Nótese que este perfil también incluye los fondos inmobiliarios ya que, en el caso de España, para preservar la confidencialidad estadística, los balances de los fondos de inversión inmobiliaria se reportan dentro de esta categoría desde I TR 2025.

Nota A2.3.2.4 (Referida al Gráfico 3.15 en la sección 3.2)

- a La ratio de liquidez se calcula como la suma de depósitos y tesorería dividida entre el patrimonio total, para cada perfil de inversión y área geográfica.
- b Para España, se utiliza información de la CNMV referente al universo de fondos de inversión domiciliados en España. La cobertura de información sobre liquidez en Lipper Refinitiv para los fondos domiciliados en la UEM es adecuada ya que está disponible para el 77 % de los fondos.

Nota A2.3.2.5 (Referida al Gráfico 3.16 en la sección 3.2)

- a La variable “Activos potencialmente afectados por reembolsos elevados” se define como el porcentaje de activos de fondos afectados por reembolsos elevados de sus partícipes. Un fondo se encuentra en esta situación cuando su ratio de flujos netos de capital sobre el total de activos se encuentra por debajo del percentil 10 de la distribución histórica (IV TR 2013 – II TR 2025) de los fondos con el mismo perfil de inversión. De entre esos fondos, se considera que los activos afectados por reembolsos elevados son aquellos equivalentes a la proporción de flujos netos negativos supera el percentil 10 histórico. Por ejemplo, si un fondo registra flujos netos equivalentes al -10 % de su total de activos, y el percentil 10 histórico se sitúa en el -5 %, entonces se estima que el 5 % de sus activos están afectados por potenciales reembolsos elevados.
- b Los percentiles y la mediana se han calculado en base a las series históricas de la variable “Activos potencialmente afectados por reembolsos elevados” para cada perfil de inversión y área geográfica.

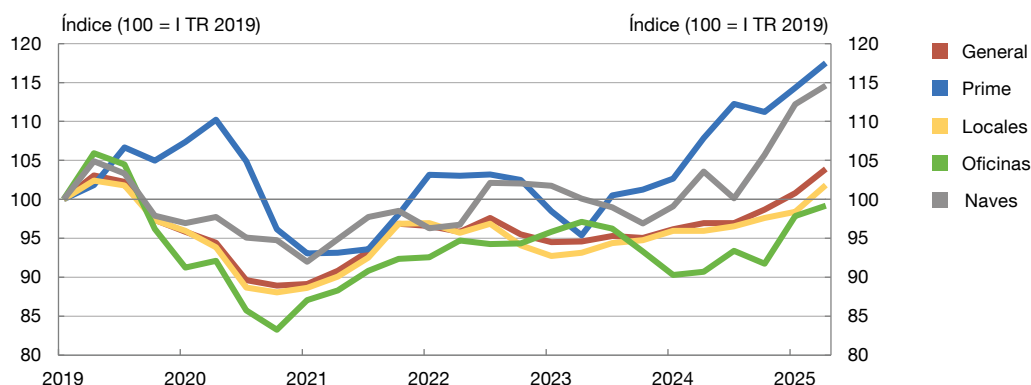
A2.3.3 Interconexiones sistémicas

Todos los gráficos relevantes en relación con este apartado están incluidos en el apartado correspondiente del cuerpo del IEF.

A2.4.1 El mercado inmobiliario en España

Gráfico A2.4.1.1

Índices de precios del sector inmobiliario comercial (a)



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

- a A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas prime —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en los dos primeros trimestres de 2025 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial.

Nota A2.4.1.2 (Referida al Gráfico 4.4 en la sección 4.1)

- 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 sobre 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 indicador sintético del mercado inmobiliario se construye a partir de veinte indicadores de alerta individuales referidos a cuatro categorías: (1) situación de los hogares—deuda, carga financiera total, carga financiera por intereses, tasa de ahorro bruta, tasa de ahorro no destinada al servicio de la deuda—; (2) condiciones crediticias—crédito inmobiliario sobre PIB, crédito construcción sobre PIB, nuevas operaciones para la compra de vivienda sobre PIB, probabilidad de impago calculada a partir del LTV—; (3) valoración —variación anual del precio real de la vivienda, indicadores de desequilibrios e indicadores de accesibilidad (cuotas hipotecarias sobre renta bruta disponible y precio de la vivienda sobre renta bruta disponible)— y (4) actividad real —viviendas visadas, transacciones e hipotecas sobre número de hogares, afiliados en construcción sobre el total, diferencia entre las viviendas iniciadas y la variación de hogares—. Para más detalles véase P. Alves, C. Broto, M. Gil y M. Lamas. (2023). “Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España”. Documentos Ocasionales, 2314, Banco de España). El índice sintético está acotado entre cero y uno. Valores más altos (bajos) indican la presencia de desequilibrios más altos (bajos).

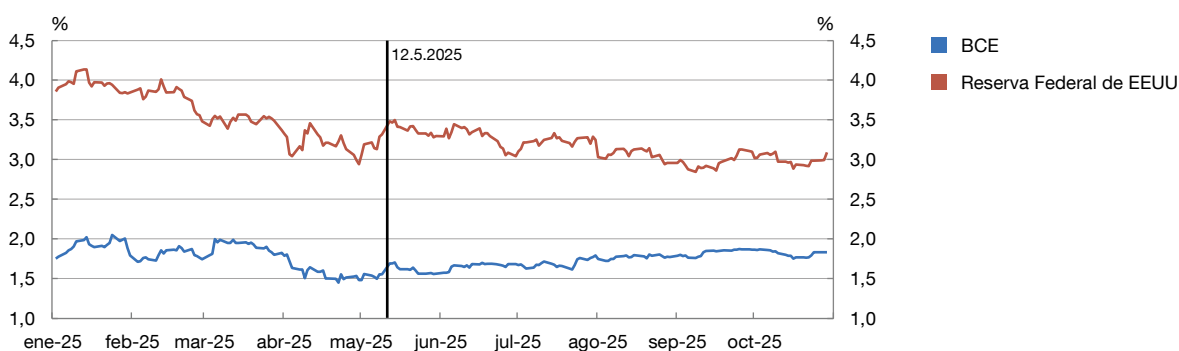
Nota A2.4.1.3 (Referida al Gráfico 4.6 en la sección 4.1)

- a 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.
- b Los valores medios de las 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 flujo total de nuevas hipotecas para las que se dispone de la información necesaria para calcular dicha ratio.
- c Cada serie recoge los valores de cada ratio en función de la información disponible en la fuente de la que procede: European Datawarehouse, Colegio de Registradores, CIRBE o CIRBE+INE (CIRBE + info CP), cuando sea necesario imputar rentas por código postal o extrapolar su valor a partir de información agregada del INE.
- d 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 de la vivienda en el momento de la compraventa, mientras que la ratio préstamos-precio (LTP, por sus siglas en inglés) considera el precio de adquisición de dicha vivienda, ambos de acuerdo con la información disponible del Colegio de Registradores. Los valores medios de ambas ratios están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

A2.4.2 Mercados financieros

Gráfico A2.4.2.1

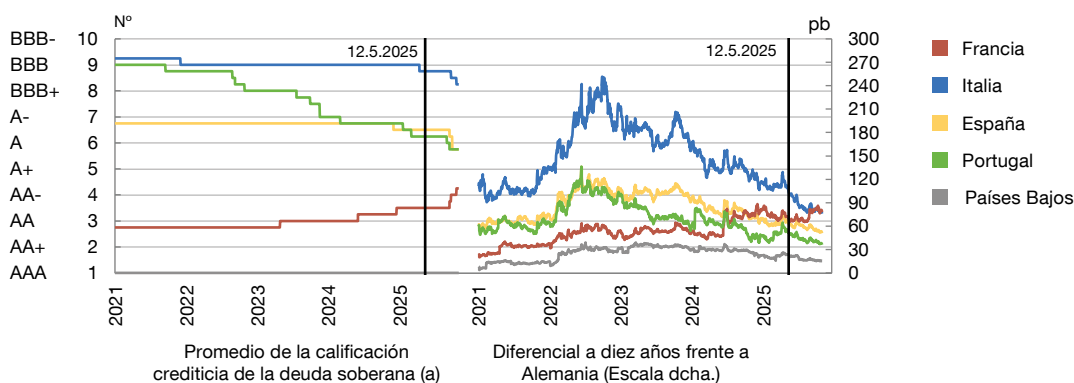
Expectativas de tipos oficiales para el área del euro y EEUU: Tipo de interés terminal (a)



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 tipo de interés terminal es el nivel previsto del tipo de interés oficial que se espera alcanzar tras finalizar un ciclo de relajación o endurecimiento de la política monetaria.

Gráfico A2.4.2.2

Deuda soberana: calificación crediticia y diferencial frente al Bund alemán

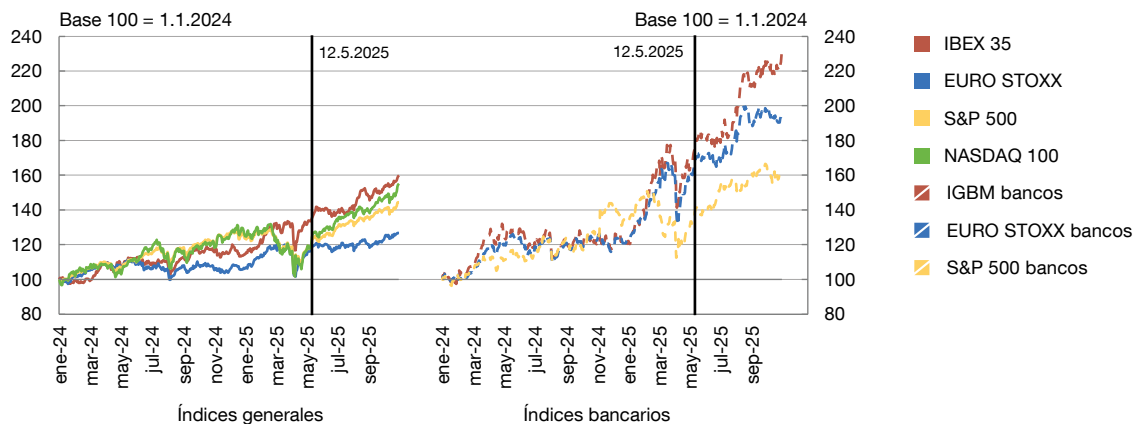
FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 29.10.2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

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.

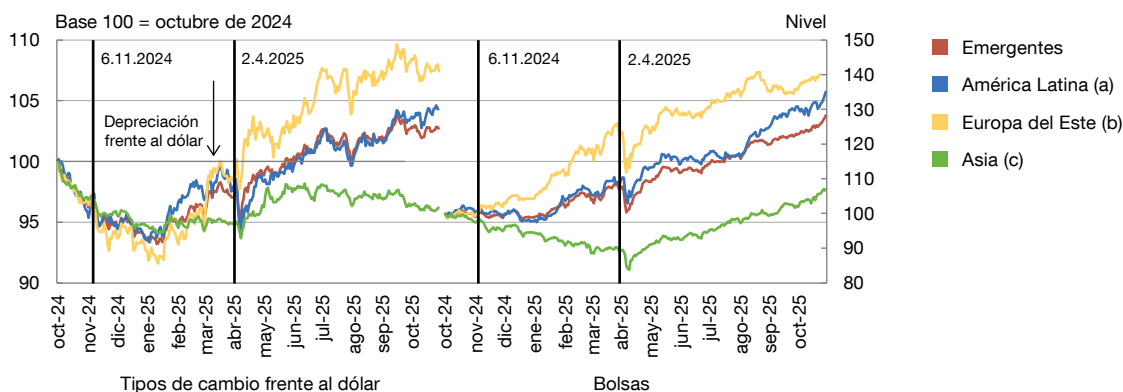
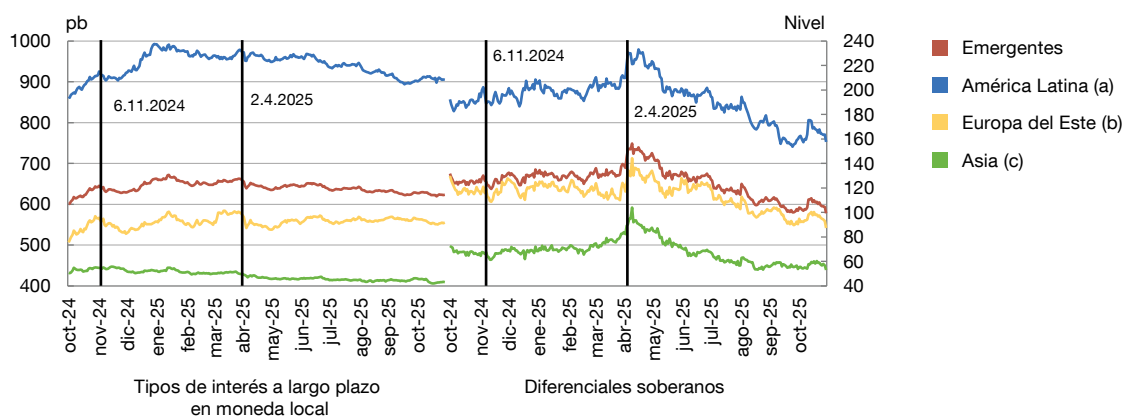
Nota A2.4.2.3 (Referida al Gráfico 4.9.b en la sección 4.2)

e La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas (véase Russell J. Fuller y Chi-Cheng Hsia (1984), "A Simplified Common Stock Valuation Model". Financial Analysts Journal, 40(5), pp.49-56).

Gráfico A2.4.2.4

Índices bursátiles: General y bancos

FUENTE: LSEG Datastream. Última observación: 29.10.2025. 12.5.2025 es la fecha de cierre del último informe.

Tipos de cambio, bolsas y coste de la deuda pública en mercados emergentes**A2.4.2.5.a Tipos de cambio y bolsas****A2.4.2.5.b Coste de la deuda pública**

FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. 6.11.2024 es la celebración de las elecciones presidenciales en EE.UU. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 29 de octubre 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.

A2.5 Riesgos

Todos los gráficos relevantes en relación con este apartado están incluidos en el apartado correspondiente del cuerpo del IEF.

A2.6 Política Macprudencial

Nota A2.6.1.1 (Referida al Gráfico 6.1 en la sección 6.1)

- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos

porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán. (2019). *"Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited"*. Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España. La brecha de crédito bancario-PIB se calcula igual que la brecha de crédito-PIB, pero teniendo en cuenta únicamente el crédito bancario. Las franjas verticales sombreadas en gris indican periodos de crisis económicas en España: la última crisis sistémica bancaria y la crisis económica provocada por la crisis sanitaria del Covid-19.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Fecha de cierre de datos: 29 de octubre de 2025.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2025
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
ABE	Autoridad Bancaria Europea	JUR	Junta Única de Resolución
APR	Activos ponderados por riesgo	LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (Ratio de cobertura de liquidez)
AT1	<i>Additional Tier 1 Capital</i> (Capital adicional de nivel 1)	LGD	Loss given default (Pérdida en caso de impago)
ATM	Activos totales medios	LSI	Less significant institutions (Entidades menos significativas)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LSTI	Ratio servicio de la deuda-ingresos
BCE	Banco Central Europeo	LTI	Ratio préstamo-ingresos
BPI	Banco de Pagos Internacionales	LTP	Loan-to-price (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
CBP	Códigos de Buenas Prácticas	LTV	Relación préstamo-valor
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	m	miles
CBT	Central de balances trimestral	MICA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
CCA	Colchón de capital anticíclico	mm	miles de millones
CCC	Colchón de conservación de capital	MMSR	Money market statistical reporting (Reglamento de Mercado de criptoactivos)
CDS	<i>Credit default swaps</i> (permutas de incumplimiento crediticio)	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CET1	Common equity Tier 1 (capital de nivel 1 ordinario)	MREL	Minimum required eligible liabilities
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	MUR	Mecanismo Único de Resolución
CMU	<i>Capital Markets Union</i> (Unión de Mercados de Capitales)	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	NBER	National Bureau of Economic Research
CoCo	Contingent Convertible bond (bono convertible contingente)	NSFR	Net Stable Funding Ratio (Ratio de financiación estable neta)
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	NGEU	Next generation European Union
CPMI	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CRD	Capital Requirements Directive	OIS	Overnight interest swap
CRR	Capital Requirements Regulation	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
DI	Datos individuales	p	Percentil
DLT	Distributed Ledger Technology	PD	Probability of default (probabilidad de impago)
DORA	<i>Digital Operational Resilience Act</i> (Ley de Resiliencia Operativa Digital)	pb	Puntos básicos
EBA	European Banking Authority	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial	PIB	Producto interior bruto
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Beneficios Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización)	PIL	Posición de inversión internacional
ECB	<i>European Central Bank</i>	PMI	Purchasing managers' index
ECC	Entidades de contrapartida central	pp	Puntos porcentuales
ED	Entidad de depósito	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
EDIS	<i>European Deposit Insurance Scheme</i> (Sistema europeo de garantía de depósitos)	PTB	Price to book value (ratio precio – valor contable)
EEE	Espacio económico europeo	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EEUU	Estados Unidos	RBD	Renta bruta disponible
EFC	Establecimiento financiero de crédito	RD	Real Decreto
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	RDL	Real Decreto-ley
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	Repo	Acuerdo de recompra
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	ROA	Return on assets (rentabilidad sobre el activo)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	ROE	Return on equity (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ESRB	European Systemic Risk Board	S	Semestre
€STR	Euro short-term rate (tipo de interés a corto plazo del euro)	S1/S2/S3	Stage 1 / Stage 2 / Stage 3
FDIC	<i>Federal Deposit Insurance Corporation, US</i> (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)	S&P	Standard & Poor's
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (fondos cotizados en bolsa)	SA	Sociedad anónima
FINMA	Autoridad suiza supervisora del mercado financiero	SARS-CoV-2	Severe Acute Respiratory Syndrome CoronaVirus 2
FL	Fully loaded	SI	<i>Significant institutions</i> (Entidades significativas)
FLESB	Forward-looking exercise on Spanish banks	SFNB	Sector financiero no bancario
FSM	Fondos del mercado monetario	SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	SNF	Sociedad no financiera
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SNP	<i>Senior non-preferred</i> (sénior no preferente)
G-SIB	Banco de importancia sistémica mundial (<i>global systemically important bank</i>)	SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)	SREP	Supervisory Review and Evaluation Process (proceso de revisión y evaluación supervisora)
ICO	Instituto de Crédito Oficial	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
IEF	Informe de estabilidad financiera	T2	<i>Tier 2</i> (Capital de nivel 2)
IFNB	Intermediación financiera no bancaria	TLAC	<i>Total loss-absorbing capacity</i> (Capacidad total de absorción de pérdidas)
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
INE	Instituto Nacional de Estadística	T/TR	Trimestre
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	UB	Unión Bancaria
IPC	Índice de precios de consumo	UE	Unión Europea
IRB	<i>Internal Ratings Based models</i> (modelos internos de calificación para la valoración del riesgo de crédito)	UEM	Unión Económica y Monetaria
IRS	Indicador de riesgo sistémico	VAB	Valor añadido bruto
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares	VAR	Vector autorregresivo

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DK	Dinamarca	LT	Lituania	TR	Turquía
AU	Australia	EE	Estonia	LU	Luxemburgo	US	Estados Unidos
BE	Bélgica	ES	España	LV	Letonia		
BG	Bulgaria	FI	Finlandia	MT	Malta		
BR	Brasil	FR	Francia	MX	México		
CA	Canadá	GB	Reino Unido	NL	Países Bajos		
CH	Suiza	GR	Grecia	NO	Noruega		
CL	Chile	HR	Croacia	PL	Polonia		
CN	China	HU	Hungría	PT	Portugal		
CY	Chipre	IE	Irlanda	RO	Rumanía		
CZ	República Checa	IT	Italia	SE	Suecia		
DE	Alemania	JP	Japón	SI	Eslovenia		
		KR	Corea del Sur	SK	Eslovaquia		