

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera

2025

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2025

# 1

## RESUMEN EJECUTIVO

# 2

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

Resumen ejecutivo 15

2.1 Los hogares 29

2.2 Las empresas no financieras 32

2.3 Las Administraciones Públicas 35

# 3

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

### **3.1 Sector bancario** 43

- 3.1.1 Rentabilidad 43
- 3.1.2 Solvencia 48
- 3.1.3 Balance consolidado 55
- 3.1.4 Crédito 60
- 3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez 68

### **3.2 Sector financiero no bancario** 74

### **3.3 Interconexiones sistémicas** 79

# 4

## MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

### **4.1 El mercado inmobiliario** 99

- 4.1.1 Precios y actividad 99
- 4.1.2 Financiación 102

### **4.2 Mercados financieros** 106

# 5

## ANÁLISIS DE RIESGOS

**5.1 Riesgos geopolíticos** 129

**5.2 Corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros** 134

**5.3 Riesgos macroeconómicos** 137

**5.4 Ciberriesgos** 141

# 6

## POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

**6.1 Colchón de Capital Anticíclico** 157

**6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas** 160

**6.3 Otras herramientas macroprudenciales** 161

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

### Anejos

- 1 Balance y cuenta de resultados consolidados** 165  
**2 Información técnica adicional** 167

- 
- Publicaciones del Banco de España 185  
Símbolos y abreviaturas 186  
Códigos ISO de países 186

- 2.1 Descenso en la ratio de endeudamiento y en la carga por intereses de la deuda de los hogares 30  
2.2 Se estima que la reducción de la presión financiera de los hogares en 2024 fue generalizada por nivel de renta, aunque más intensa para las rentas más bajas 31  
2.3 La ratio de endeudamiento en términos del excedente bruto de explotación de las empresas españolas se estabilizó a finales de 2024, y la ratio de pagos por intereses sobre esta métrica de beneficio comenzó a disminuir 33  
2.4 El peso de las empresas con alto endeudamiento se redujo en 2024, y el de aquellas con presión financiera elevada se mantuvo estable 34  
2.5 La situación de las finanzas públicas en España continúa siendo una fuente de vulnerabilidad 36
- 3.1 La rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español ha continuado mejorando en 2024 de forma generalizada entre entidades, siendo impulsada principalmente por el incremento del margen de intereses 44  
3.2 Las tres entidades con actividad internacional más significativa aumentaron sus resultados en las principales geografías donde operan, salvo en Reino Unido 45  
3.3 La rentabilidad de los bancos españoles supera la de otros bancos en las principales economías de la UE, apoyada en un mayor margen de intereses y en una mejor eficiencia operativa 47  
3.4 La mejora de la rentabilidad bancaria en los últimos años se ha traducido en un aumento de la distribución de beneficios 48  
3.5 Las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español aumentaron en 2024, impulsadas por el crecimiento del capital bancario 49  
3.6 La dispersión entre entidades de las ratios de CET1 y de apalancamiento se mantuvo relativamente estable en 2024 50  
3.7 El incremento en las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español en 2024 redujo ligeramente las respectivas brechas que las separaban de las ratios de otros de los principales sectores bancarios europeos 51  
3.8 A pesar de las recientes turbulencias en los mercados financieros, las ratios de capitalización bursátil sobre valor contable del capital y beneficios de los principales bancos europeos se mantienen en valores elevados en comparación con años anteriores 54

- 3.9 Los diferenciales de coste (frente a soberano) de los credit default swaps (CDS) sobre los principales bancos españoles se sitúan en niveles similares a los de sus pares europeos 55
- 3.10 Los activos financieros con contrapartes extranjeras mantienen una tendencia creciente, en contraste con la contracción acumulada en los últimos años por los activos financieros con contrapartes en España 56
- 3.11 Los pasivos financieros con contrapartes extranjeras crecieron con intensidad en los últimos años, mientras se observa una contracción moderada en aquellos con contrapartes españolas a pesar del incremento de los depósitos de hogares y empresas 58
- 3.12 La ratio de préstamos sobre depósitos del sector privado residente en España ha descendido de manera notable desde la crisis financiera global, mientras que se ha mantenido estable en el negocio con contrapartes extranjeras 58
- 3.13 Las emisiones de deuda de los bancos españoles se mantuvieron sólidas en el segundo semestre de 2024 y, aunque inferiores al elevado nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, también en los primeros meses de 2025 59
- 3.14 El saldo de crédito al sector privado residente en España creció en 2024, contribuyendo a ello tanto el destinado a los hogares como a las empresas y autónomos 61
- 3.15 El crecimiento del crédito en España a hogares y empresas en los primeros meses de 2025 se mantiene en valores positivos, como viene haciendo desde mediados de 2024 63
- 3.16 El crédito de los bancos españoles a hogares y empresas extranjeras creció en 2024 de forma heterogénea por país de la contraparte y se vio influido por la evolución de los tipos de cambio 64
- 3.17 Las ratios de dudosos y de vigilancia especial descendieron en 2024 tanto en el crédito para hogares como para empresas, observándose cierta heterogeneidad entre bancos 65
- 3.18 La calidad del crédito con hogares y empresas extranjeras se mantuvo estable en 2024 67
- 3.19 En un contexto de caída de los tipos de interés de referencia, el coste medio del pasivo se mantuvo estable en el segundo semestre de 2024 68
- 3.20 En el negocio en España, el predominio de las operaciones a la vista ha seguido conteniendo el coste medio de los depósitos 69
- 3.21 El diferencial del coste de emisión de la deuda senior no garantizada respecto al bono soberano se redujo en 2024 y en los primeros meses de 2025, tanto para los bancos españoles como para otros bancos europeos 70
- 3.22 A pesar de un pequeño repunte en abril, el coste de capital se redujo ligeramente en la parte inicial de 2025, contribuyendo a contener el coste agregado de financiación del sector bancario español 71
- 3.23 Las ratios de liquidez y financiación estable de los bancos españoles se han mantenido en niveles holgados tanto en términos agregados como por divisa, situándose de forma general por encima de los niveles de los principales sectores bancarios europeos 73
- 3.24 En la última década, el sector financiero no bancario ha crecido más que el sector bancario, tanto en España como, especialmente, en el conjunto del área del euro 74
- 3.25 Los fondos de inversión abiertos de renta fija y mixtos españoles presentan niveles de exposición al riesgo de liquidez similares a los de sus homólogos globales 77
- 3.26 En la primera mitad de la última década se observó una tendencia creciente de la cuota de los EFC en el crédito al consumo de los hogares, que se ha estabilizado en los últimos años 78
- 3.27 La participación de las entidades españolas en el mercado interbancario se ha incrementado, aumentando con ello su interconexión con otras entidades de crédito, fundamentalmente extranjeras 79
- 3.28 El sector financiero del resto del área del euro posee casi una cuarta parte de la deuda soberana española y un tercio de los valores emitidos por los bancos españoles 80
- 3.29 Los valores emitidos por entidades financieras y Administraciones Públicas de otros países del área del euro tienen más peso en la cartera del SFNB de España que en la de su sector bancario 81
- 4.1 La fortaleza de la demanda y una oferta relativamente más rígida continuaron presionando al alza los precios de la vivienda 100
- 4.2 Los indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda aumentaron en 2024, aunque manteniéndose en niveles moderados 101

- 4.3 La valoración en bolsa de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) experimentó descensos contenidos a lo largo de 2024, pero se ha recuperado en el período transcurrido de 2025, mostrando no obstante cierta volatilidad 102
- 4.4 El crédito al sector inmobiliario mostró mayores crecimientos en 2024, pero estos han sido moderados en términos de saldo y permanece contenido con relación al PIB 103
- 4.5 Los criterios de concesión de las nuevas hipotecas a hogares para adquisición de vivienda se mantuvieron relativamente estables durante 2024 104
- 4.6 El volumen de crédito nuevo con garantía inmobiliaria comercial se expandió notablemente en 2024, manteniéndose estables los estándares de concesión asociados 105
- 4.7 Las expectativas de política monetaria se han revisado de manera diferenciada en EEUU y la UEM 107
- 4.8 Los mercados de deuda pública se vieron muy afectados por las expectativas de aumento del gasto público en Europa y por el conflicto arancelario 108
- 4.9 En un contexto de evolución desigual de las calificaciones crediticias, los diferenciales soberanos en el área del euro repuntaron transitoriamente, de forma general pero moderada, durante el episodio de turbulencias financieras de abril 109
- 4.10 La escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó una caída intensa de las valoraciones de la renta variable, revirtiendo posteriormente 110
- 4.11 El episodio de inestabilidad bursátil iniciado en abril se tradujo también en la búsqueda por parte de los inversores de mayor protección frente a caída de precios de los activos 111
- 4.12 Las primas de riesgo de la deuda corporativa repuntaron con fuerza con la escalada del conflicto arancelario y, a pesar de su descenso reciente, se sitúan en niveles más elevados que los observados en la fecha de cierre del IEF anterior 111
- 4.13 Las métricas de valoración de los activos financieros con riesgo siguen siendo elevadas en comparativa temporal para los activos bursátiles en Estados Unidos y para los bonos corporativos de alto rendimiento en ese país y en la UEM 112
- 4.14 El anuncio de las medidas arancelarias del 2 de abril provocó una depreciación del dólar, en contraste con otros períodos históricos de turbulencias financieras y también con la reacción de otros activos refugio tradicionales 113
- 4.15 Tras la escalada arancelaria se observaron algunos aumentos del diferencial del coste de obtener dólares a través de cross-currency basis swap euro/dólar a 3 meses 114
- 4.16 Los mercados emergentes se mostraron resilientes durante el episodio de turbulencias del mes de abril, aunque con un comportamiento diferencial más negativo de Latinoamérica 115
- 4.17 Los mercados financieros españoles se han recuperado con rapidez del impacto negativo del episodio de turbulencias de abril, pero este revela la sensibilidad frente a noticias negativas en el ámbito de las políticas económicas 116
- 4.18 Las correlaciones entre los precios de la renta variable y de los principales criptoactivos han disminuido desde finales de 2024, aunque se mantienen elevadas 117
- 5.1 Los índices de incertidumbre comercial y de política económica han aumentado marcadamente ante los anuncios sobre el incremento de los aranceles de EEUU 131
- 5.2 Las primas de riesgo bursátiles se sitúan en niveles históricamente reducidos pese a la elevada incertidumbre geopolítica y al aumento reciente de la volatilidad 135
- 5.3 Un grupo reducido de empresas tecnológicas de EEUU concentra el incremento de valoraciones bursátiles desde 2023, exponiendo al conjunto del mercado a los riesgos propios de su negocio 136
- 5.4 Las perspectivas de crecimiento mundial se revisan a la baja en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y comercial 138
- 5.5 Condicionado por las tensiones comerciales, el dólar se ha depreciado recientemente respecto al euro, pese a la mayor reducción de los tipos de política monetaria en el área del euro 139
- 5.6 Las economías emergentes con mayores pasivos denominados en moneda extranjera y peor posición fiscal presentan un mayor grado de vulnerabilidad financiera al entorno de riesgos actual 140

5.7	El refuerzo de la ciberresiliencia es clave en un contexto de aumento significativo de los ciberincidentes de mayor impacto en las entidades europeas	142	A2.3.1.4.2	Tasa de variación interanual del crédito a hogares residentes en España. Datos individuales de los negocios en España	175
6.1	Los riesgos sistémicos cíclicos en España se mantuvieron en un nivel intermedio en 2024, mientras las brechas de producción y de crédito-PIB crecieron en el conjunto del año	159	A2.3.1.4.3	Tasa de variación interanual del crédito a empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España	175
A2.2.1.1	Renta de los hogares españoles	167	A2.3.1.4.4	Variación de la demanda de préstamos	176
A2.2.1.2	Tasa de ahorro de los hogares en España	167	A2.3.1.4.5	Variación de los criterios de concesión de préstamos	176
A2.2.1.3	Riqueza bruta real de los hogares en España	168	A2.3.1.4.5.1	Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda senior no preferente (SNP) emitidos por las principales entidades españolas y de otras entidades europeas	177
A2.2.2.1	Resultado económico bruto de las sociedades no financieras en España	168	A2.3.2.1	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	177
A2.2.3.1	Evolución del coste de financiación de las Administraciones Públicas en España	169	A2.3.2.2	Crecimiento del activo total de los diferentes subsectores dentro del SFNB en España y en el área del euro. Datos a nivel no consolidado	178
A2.3.1.1.1	Descomposición de la variación del ROE. Porcentaje sobre patrimonio neto medio del resultado neto consolidado. Datos consolidados	169	A2.4.1.2	Estándares de concesión del nuevo crédito hipotecario a hogares. LTP	179
A2.3.1.1.3	Pérdidas por deterioros financieros. Datos consolidados	170	A2.4.1.3	Estándares de concesión del crédito nuevo hipotecario con garantía inmobiliaria comercial. LTP	179
A2.3.1.1.4	Peso de las pérdidas por riesgo operacional sobre ATM. Total eventos. Datos consolidados	171	A2.4.2.1	Exceso de liquidez y volumen en el mercado repo	180
A2.3.1.2.1	Distribución del indicador SRISK	171	A2.4.2.2	Rentabilidad del euríbor	180
A2.3.1.2.2	Volúmenes negociados de CDS	172	A2.4.2.3	Volúmenes de compra y venta de swaps euro/dólar por parte de entidades bancarias europeas	181
A2.3.1.3.1	Desglose del activo financiero con contrapartes residentes en España y en el extranjero por tipo de activo para diciembre de 2024. Datos consolidados	173	A2.4.2.4	Índices de bolsa y diferenciales soberanos en países emergentes	181
A2.3.1.3.2	Desglose del pasivo financiero con contrapartes residentes en España y en el extranjero por tipo de pasivo para diciembre de 2024. Datos consolidados	173	A2.5.1.1	Cuotas de las monedas más comúnmente incluidas en las reservas internacionales de bancos centrales	182
A2.3.1.3.3	Vencimientos esperados de la deuda no garantizada emitida por entidades españolas y riesgo de pérdida de elegibilidad MREL	174	A2.5.1.2	Cuotas de las monedas como activo de reserva oficial	182
A2.3.1.4.1	Tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España	174	A2.6.1.1	Indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial	183

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1.1 Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera 17
- 2.1 Situación financiera de los hogares, las empresas no financieras y las Administraciones Públicas 29
- 3.1 Situación financiera de los bancos y del sector financiero no bancario 43
- 4.1 Mercados y precios de los activos 99
- 5.1 Análisis de riesgos 129
- 6.1 Política macroprudencial 157

## ÍNDICE DE CUADROS

- 6.1 Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados 160
  - A1.1 Balance consolidado. Entidades de depósito 165
  - A1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito 166
  - A2.3.1.1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias resumida (márgenes y principales epígrafes) de los grupos bancarios españoles significativos cotizados. Enero-marzo 2025 170

## ÍNDICE DE RECUADROS

- 3.1 El nuevo impuesto sobre las entidades financieras 83
- 3.2 Desarrollo del marco de análisis del riesgo de liquidez para propósitos macroprudenciales 86
- 4.1 Análisis de la evolución de los mercados de criptoactivos y de sus implicaciones para la estabilidad financiera 118
- 5.1 Información externa sobre riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera 144
- 5.2 Impacto macroeconómico de distintos escenarios comerciales hipotéticos 146
- 5.3 Medidas de la nueva administración estadounidense sobre regulación financiera 149





# 1

## RESUMEN EJECUTIVO



# 1 RESUMEN EJECUTIVO

Esquema 1.1

## Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera (a)

 <b>HOGARES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Nivel de endeudamiento históricamente bajo</li> <li> Buena evolución de renta, empleo y riqueza</li> <li> Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés</li> </ul>
 <b>EMPRESAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Nivel de endeudamiento históricamente bajo</li> <li> Buena evolución de los beneficios</li> <li> Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés</li> </ul>
 <b>SECTOR PÚBLICO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Nivel de endeudamiento alto</li> <li> Riesgos al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.)</li> <li> Indefinición de los planes de consolidación fiscal</li> </ul>
 <b>SECTOR BANCARIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Coyuntura favorable para la rentabilidad bancaria</li> <li> Posiciones de liquidez y solvencia bancaria notablemente por encima de requerimientos</li> <li> Refuerzo limitado de la solvencia bancaria en el período 2022-2024</li> <li> Mayor dinamismo del crédito al sector privado en España en 2024</li> <li> Evolución favorable de las ratios de crédito dudoso y en vigilancia especial</li> </ul>
<b>SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> El sector financiero no bancario continúa ganando peso en relación con el bancario y sus vulnerabilidades a nivel global (alto apalancamiento y transformación de liquidez) pueden amplificar shocks y contribuir a endurecer las condiciones de financiación, afectando al sector bancario vía interconexiones</li> <li> Los fondos de inversión abiertos domiciliados en España presentan un menor apalancamiento que la media europea</li> </ul>
 <b>MERCADO INMOBILIARIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Incremento del precio real de la vivienda por la fortaleza de la demanda en relación con la oferta. En este contexto, los indicadores de desequilibrios de precios en el mercado de la vivienda permanecen en niveles moderados</li> <li> Los criterios de concesión de crédito hipotecario se mantienen estables</li> </ul>
 <b>MERCADOS FINANCIEROS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li> Tensiones en el mercado de deuda pública de EEUU y depreciación del dólar tras los cambios en la política arancelaria</li> <li> Repunte elevado en abril de la volatilidad en los mercados de renta variable debido a la incertidumbre sobre el futuro de las políticas económicas</li> <li> Las valoraciones de los activos con riesgo permanecen elevadas</li> <li> Elevada concentración de la capitalización bursátil global en el sector tecnológico</li> </ul>

FUENTE: Banco de España.

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

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

### *Hogares y empresas*

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

### *Sector público*

En contraste, las Administraciones Públicas españolas mantienen una situación financiera más vulnerable<sup>1</sup> (véase sección 2.3). La ratio de endeudamiento sobre PIB, que se redujo en 2024 en 3,3 puntos porcentuales (pp), sigue en niveles elevados (101,8 %). El déficit público se situó en el 3,2 % del PIB en 2024, tres décimas menos que un año antes. Tal como ha venido ocurriendo desde 2021, el descenso de la ratio de endeudamiento se debe al aumento nominal del PIB, que ha superado la presión de un déficit primario positivo, mayores gastos por intereses y el efecto de gastos extraordinarios, como los vinculados a la catástrofe de la DANA de otoño de 2024. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, estos niveles de endeudamiento y de déficit público descenderán solo moderadamente en los próximos años.

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

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

---

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

## Sector bancario

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

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

A este respecto, la posición de solvencia de los bancos españoles se reforzó moderadamente en el último año, con un crecimiento de 30 pb de la ratio de CET1<sup>2</sup>, hasta el 13,5 %, contando con un colchón voluntario del 3,6 %<sup>3</sup>. Por su parte, la ratio de apalancamiento creció 13 pb hasta el 5,7 %.

La ratio de CET1 de los bancos españoles es inferior a la del resto de principales sistemas bancarios europeos, mientras que la ratio de apalancamiento se sitúa en un nivel comparable<sup>4</sup>. La diferencia con la banca europea es también más reducida en términos del colchón voluntario de la ratio de CET1 (véase sección 3.1.2).

Los resultados de distintos ejercicios de estrés muestran una capacidad de resistencia agregada notable frente a escenarios de materialización de riesgos sistémicos. Esta resistencia estaría también apoyada en una cierta reducción del crédito en estos escenarios, que ayuda a compensar parcialmente el consumo del capital disponible<sup>5</sup>.

---

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

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

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

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

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

La calidad crediticia de los préstamos al sector privado en España mejoró en 2024. Así, la ratio de dudosos<sup>6</sup> se situó en diciembre de 2024 en el 3,2 % y la de vigilancia especial<sup>7</sup> en el 6,4 %, 0,2 pp y 1,2 pp menos, respectivamente, que un año antes (véase de nuevo la sección 3.1.4).

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

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

### *Sector financiero no bancario*

El sector financiero no bancario (SFNB) (véase sección 3.2) representa una proporción creciente del sistema financiero, a nivel global y europeo, y también en España<sup>8</sup>. Si bien los bancos retienen un papel dominante en el caso de España, el potencial deterioro de la

---

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

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> El sector financiero no bancario (SFNB) incluye los fondos del mercado monetario, los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios. A su vez, esta última subcategoría incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las 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.

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

#### *Mercado inmobiliario*

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

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

#### *Mercados financieros*

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

---

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

<sup>10</sup> A este respecto véase también la sección 4.2 del *Financial Stability Report* del BCE de noviembre de 2024 y el capítulo 1 del *Global Financial Stability Report* del FMI de octubre de 2024.

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

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

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

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

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

## *Riesgos*

Frente a un cuadro general de vulnerabilidades financieras contenidas en los sectores nacionales, excepto en el de las Administraciones Públicas (véase esquema 1.1), se identifican sin embargo riesgos relevantes para la estabilidad financiera<sup>11</sup>.

---

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

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

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

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

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

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

## *Política macroprudencial*

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

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

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

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





# 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 PÚBLICAS

Esquema 2.1

### Situación financiera de los hogares, las empresas no financieras y las Administraciones Públicas (a)

 HOGARES	<ul style="list-style-type: none"><li> Nivel de endeudamiento históricamente bajo</li><li> Buena evolución de la renta, el empleo y la riqueza</li><li> Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés</li></ul>
 EMPRESAS	<ul style="list-style-type: none"><li> Nivel de endeudamiento históricamente bajo</li><li> Buena evolución de los beneficios</li><li> Carga financiera en torno a los niveles más elevados de la última década, pero empieza a reducirse con ayuda de los menores tipos de interés</li></ul>
 SECTOR PÚBLICO	<ul style="list-style-type: none"><li> Nivel de endeudamiento alto</li><li> Riesgos al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.)</li><li> Indefinición de los planes de consolidación fiscal</li></ul>

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

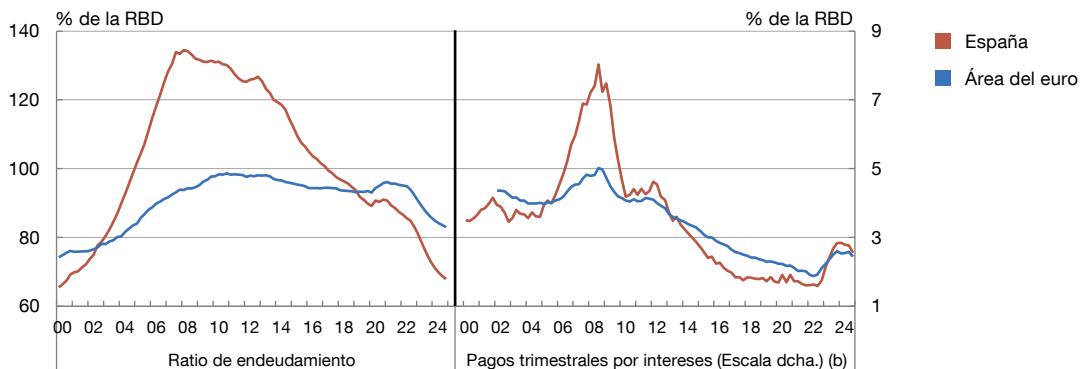
**El ahorro de los hogares se mantuvo en niveles elevados en la segunda mitad de 2024, impulsado por el dinamismo de la renta.** Los salarios, que son el componente con mayor peso dentro de la renta de las familias, se vieron impulsados en el segundo semestre del año pasado por el avance del empleo y de la remuneración por asalariado. Así, el crecimiento interanual medio de la renta total del sector hogares en ese período fue del 7,6 %<sup>1</sup>. En términos reales y por hogar, la renta creció un 3,2 % interanual en el segundo semestre de 2024, situándose un 3,5 % por encima del nivel registrado en el año 2019, previo a la pandemia

1 Se usa la renta bruta disponible (RBD) de la Contabilidad Nacional que incluye la remuneración de asalariados, el excedente bruto de explotación (recoge los beneficios de los hogares como empresarios), la renta mixta bruta (generada por los empleados autónomos), las rentas de la propiedad (como los pagos netos por intereses o dividendos recibidos) y los impuestos netos pagados (que se detraen).

Gráfico 2.1

## Descenso en la ratio de endeudamiento y en la carga por intereses de la deuda de los hogares

## 2.1.a Endeudamiento y pagos por intereses de los hogares como porcentaje de la RBD (a)



FUENTES: BCE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

a Datos ajustados de estacionalidad.

b Los pagos por intereses son flujos trimestrales de caja (no están ajustados por los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente) y, por concordancia, la ratio se calcula sobre la RBD trimestral.

(véase gráfico A2.2.1.1 en el anexo 2)<sup>2</sup>. El dinamismo de las rentas permitió que, a pesar de la fortaleza del consumo privado, el ahorro de las familias se mantuviera en niveles elevados desde una perspectiva histórica, situándose en el 13,8 % de la renta en la segunda mitad de 2024 (véase gráfico A2.2.1.2 en el anexo 2).

**El endeudamiento de los hogares continuó descendiendo.** La ratio de deuda sobre renta se situó en el 67,9 % a finales de 2024, nivel no visto desde el año 2000 y 15 pp por debajo de la del área del euro, donde se situó en el 83 % de la renta (véase gráfico 2.1)<sup>3</sup>.

**La riqueza real de los hogares creció un 5,1 % interanual en el segundo semestre de 2024, lo que representa un avance notable<sup>4</sup>.** Este incremento reflejó, fundamentalmente, la revalorización de los activos inmobiliarios y financieros, en un contexto de ligera recuperación de las inversiones netas en términos reales de las familias (véase gráfico A2.2.1.3 en el anexo 2).

**Los pagos por intereses de la deuda comenzaron a reducirse ligeramente a finales de 2024, tras haberse duplicado durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria.** Esta disminución, y el crecimiento de los ingresos nominales permitieron que la carga por intereses disminuyera ligeramente hasta situarse en el 2,6 % de la renta de los hogares en el cuarto trimestre de 2024. Este nivel es muy similar al de la media del área del euro (2,4 %) y se encuentra por debajo del promedio histórico (3,5 %), pero permanece por encima del nivel

2 La renta real se calcula ajustando los valores nominales por el deflactor del consumo privado. En diciembre de 2024, el número de hogares registró un crecimiento interanual del 0,9 %.

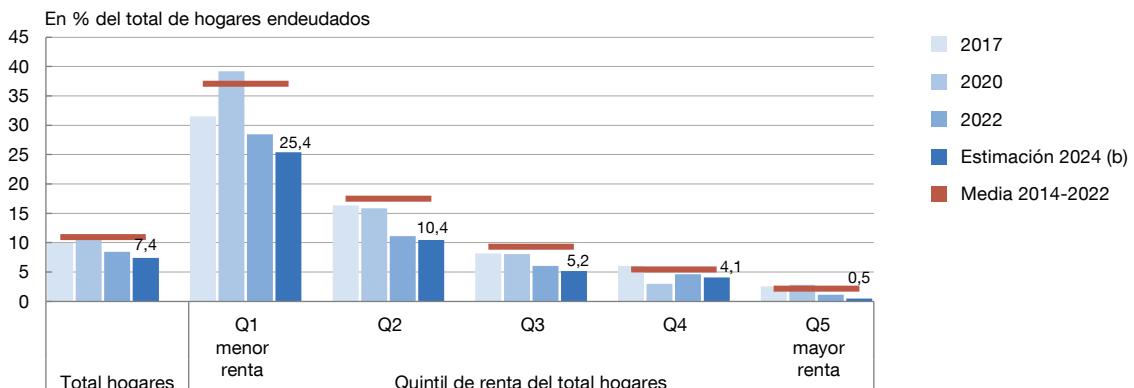
3 El saldo de deuda viva de los hogares se ajusta por estacionalidad.

4 La métrica de riqueza utilizada es bruta (valor de todos los activos sin deducir los pasivos) y deflactada con el deflactor del consumo.

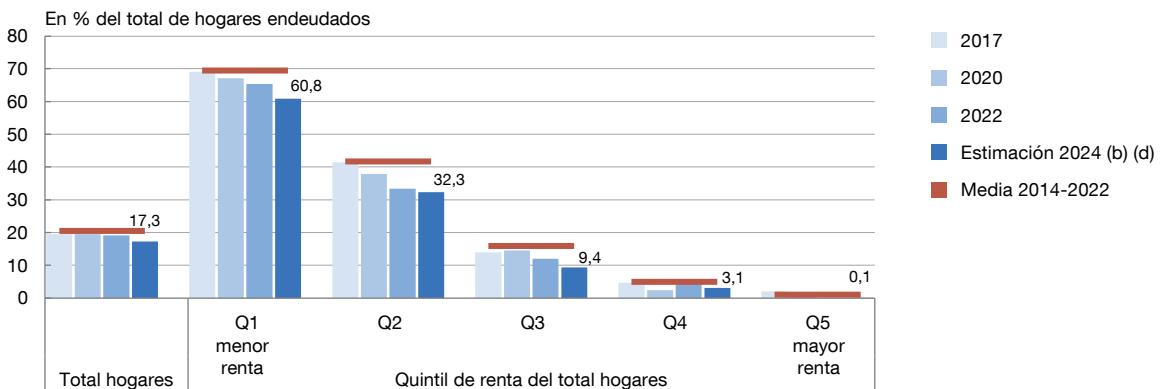
Gráfico 2.2

**Se estima que la reducción de la presión financiera de los hogares en 2024 fue generalizada por nivel de renta, aunque más intensa para las rentas más bajas**

2.2.a Hogares endeudados con carga financiera superior al 40 % de su renta, por quintil de renta (a)



2.2.b Hogares endeudados con gasto esencial superior al 70 % de su renta, por quintil de renta (c)



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

- a La carga financiera es la ratio de los pagos por deuda (incluyendo intereses y amortización) sobre la renta bruta del hogar.
- b Estimado a partir de la Encuesta Financiera de las Familias 2022 bajo el supuesto de que la variación del euríbor a un año (media del año) entre 2022 y 2024, de 219 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 asume un aumento de la renta en línea con el de la Contabilidad Nacional, con una distribución por quintil de renta según la Encuesta de Presupuestos Familiares.
- c Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal.
- d Se añade el impacto de la inflación actualizando con el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) los distintos componentes del gasto esencial.

registrado en 2021, previo al ciclo de endurecimiento monetario, cuando se situó en niveles mínimos del 1,6 % (véase gráfico 2.1).

**Se estima que la proporción de hogares endeudados que dedicó una fracción elevada de su renta al pago por intereses y a otros gastos esenciales descendió en 2024 en comparación con 2022, año de los datos más recientes disponibles<sup>5</sup>.** El porcentaje estimado de hogares endeudados que tienen una carga financiera elevada —superior al 40 % de la renta—

<sup>5</sup> Estimación a partir de la última Encuesta Financiera de las Familias 2022 (base de datos bienal) y los supuestos descritos en la nota b del gráfico 2.2. Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal.

se ha reducido 1 pp desde 2022, hasta situarse en el 7,4 % en 2024, más de 3 pp por debajo de la media de 2014-2022. La reducción es mayor entre los hogares con menores ingresos (3,1 pp), que alcanzaron un porcentaje del 25,4 %, más de 10 pp inferior a su media de 2014-2022 (véase gráfico 2.2.a). Por su parte, el porcentaje estimado de hogares endeudados que destinan más del 70 % de su renta a gastos esenciales ha disminuido con respecto a 2022 en 1,8 pp, situándose en el 17,3 % en 2024 (véase gráfico 2.2.b). A ello habrían contribuido el incremento de la renta de los hogares, la moderación de la inflación de los alimentos y el descenso del precio de los suministros (en concreto la partida de electricidad, gas y otros combustibles).

**Se espera que la reducción de la carga por intereses prosiga en 2025.** La información procedente de los balances bancarios, indica una reducción de 11 pb en el coste medio de la deuda viva de los hogares entre diciembre de 2024 y febrero de este año, hasta situarse en el 4,2 %. Dada la evolución y las expectativas de los tipos de interés del mercado interbancario, se estima que, entre abril y diciembre de 2025, un 25,7 % del saldo de hipotecas a tipo variable verá reducido su coste entre 50 pb y 100 pb, y un 39,6 % experimentará rebajas de más de 100 pb<sup>6</sup>. No obstante, la proporción de préstamos hipotecarios a tipo variable sobre el saldo hipotecario vivo con vencimiento superior a un año ha descendido (del 72 % en 2021 al 59 % en marzo de 2025), y se espera que esta tendencia continúe debido al predominio del tipo fijo en las nuevas operaciones, lo que reduce la sensibilidad agregada de la carga financiera de los hogares a futuras variaciones de tipos.

## 2.2 Las empresas no financieras

**El resultado económico bruto (REB) de las empresas mostró un comportamiento favorable en la segunda mitad de 2024, aunque con cierta heterogeneidad por sectores<sup>7</sup>.**

Así, el REB de las empresas no financieras creció un 6,2 % interanual en el segundo semestre de 2024, en términos nominales, frente al 9,1 % en el semestre anterior<sup>8</sup>. Los incrementos más intensos se registraron en las ramas de construcción y actividades inmobiliarias, comercio, hostelería y restauración, y en el de resto de servicios (donde el sector de transporte y almacenamiento fue el que mostró un mayor dinamismo). En el sector de las manufacturas, en cambio, los beneficios se redujeron (véase gráfico A2.2.1 en el anexo 2).

**De cara al futuro, las perspectivas de los empresarios se mostraban favorables en el primer trimestre del año, aunque sujetas a una incertidumbre elevada.** En la última

<sup>6</sup> Estimación realizada con información de la Central de Información de Riesgos de Banco de España (CIRBE) de marzo de 2025 y los valores medios de abril para la curva de tipos de tipos de interés futuros. Para más detalles de la metodología, véase el recuadro 1, “La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas”, del *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas* del segundo semestre de 2023.

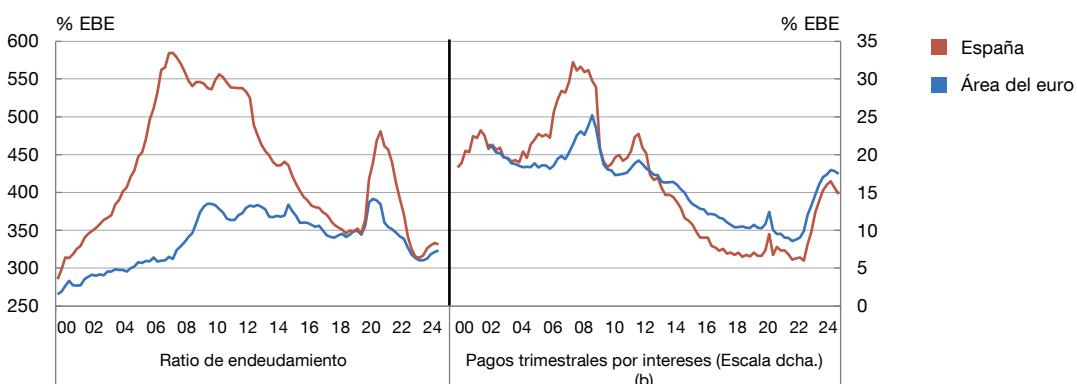
<sup>7</sup> El REB [similar al concepto excedente bruto de explotación (EBE), utilizado en Contabilidad Nacional] es el beneficio obtenido en la actividad empresarial ordinaria una vez satisfechos los pagos a proveedores y otros gastos de explotación y remunerado el factor trabajo. Si es positivo, se puede destinar al pago de impuestos, a la inversión o a remunerar a los accionistas y acreedores financieros.

<sup>8</sup> Información combinada de la Agencia Tributaria (AEAT) y la Central de Balances Trimestral (CBT).

Gráfico 2.3

**La ratio de endeudamiento en términos del excedente bruto de explotación de las empresas españolas se estabilizó a finales de 2024, y la ratio de pagos por intereses sobre esta métrica de beneficio comenzó a disminuir**

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



**FUENTES:** BCE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

a Datos ajustados de estacionalidad.

b Los pagos por intereses son flujos trimestrales de caja (no están ajustados por los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente) y, por concordancia, la ratio se calcula sobre el EBE trimestral.

Encuesta sobre la Actividad Empresarial del Banco de España (EBAE), las empresas percibían una situación de estabilidad en la facturación durante el primer trimestre de 2025; y las perspectivas para el segundo trimestre eran positivas<sup>9</sup>. No obstante, la EBAE reflejaba la preocupación de los empresarios por la incertidumbre sobre las políticas económicas, por la disponibilidad de mano de obra y por los costes energéticos, mientras el porcentaje de compañías afectadas por factores relacionados con el aumento de los gastos financieros continuó descendiendo. Esta encuesta fue realizada antes de la escalada de las tensiones comerciales y de la incertidumbre de principios de abril, por lo que no refleja el posible deterioro de las perspectivas asociado a estos desarrollos recientes.

**Aunque el saldo de deuda de las empresas creció en 2024, su proporción en relación con los beneficios se mantuvo estable y en niveles reducidos.** La ratio de endeudamiento respecto al excedente bruto de explotación (EBE) permaneció prácticamente sin cambios durante el segundo semestre de 2024, situándose en el 332 % (véase gráfico 2.3)<sup>10</sup>. Este nivel es muy similar al del área del euro (323 %) y, en perspectiva histórica para España, se sitúa por debajo de la media desde 2000 (428 %). En términos de PIB, el endeudamiento de las empresas españolas se situó en el 63,5 % a finales de 2024, nivel inferior al del área del euro (67,5 %).

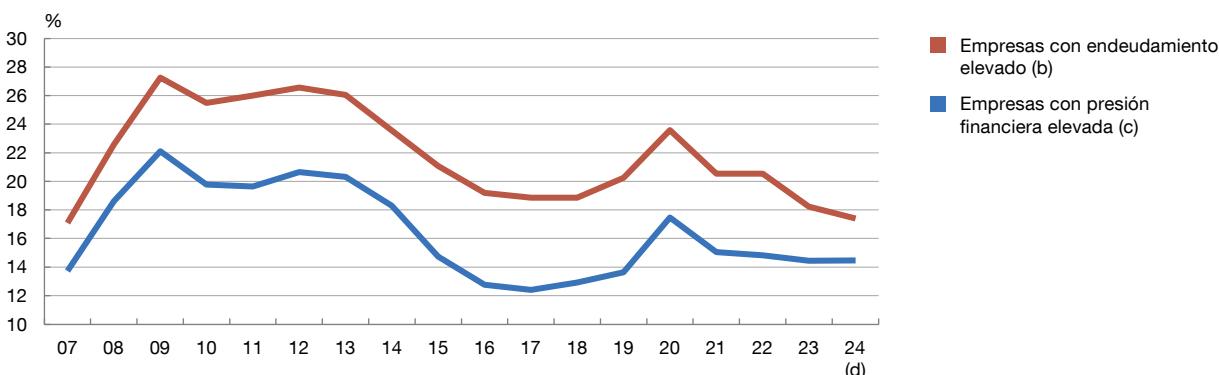
9 Véase Fernández Cerezo, Alejandro y Mario Izquierdo. (2025). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2025”. Boletín Económico - Banco de España, 2025/T1.

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 2.4

**El peso de las empresas con alto endeudamiento se redujo en 2024, y el de aquellas con presión financiera elevada se mantuvo estable**

2.4 a Porcentaje de empresas con niveles elevados de endeudamiento y presión financiera según la Central de Balances Trimestral (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

- a Medias de cuatro trimestres. Se excluyen las sociedades financieras de cartera (*holdings*).
- b Empresas cuya ratio de deuda financiera neta sobre el resultado bruto de explotación más los ingresos financieros es mayor de 10 o tienen deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos. La deuda financiera neta recoge los recursos ajenos con coste menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.
- c Empresas cuyos resultados (resultado bruto de explotación más ingresos financieros) no cubren los gastos financieros.
- d Para 2023 y 2024 se utiliza una muestra común de empresas para evitar que la muestra más reducida disponible para 2024 induzca variaciones espurias en el índice.

**La ratio de pagos por intereses sobre el EBE del sector empresarial empezó a disminuir en el segundo semestre de 2024.** Los pagos por intereses se redujeron y su proporción sobre el EBE descendió al 14,8 % en el último trimestre de 2024, después de alcanzar el máximo de la última década (16,5 %) en junio de 2024 (véase gráfico 2.3)<sup>11</sup>. La carga por intereses permaneció algo por debajo de la del área del euro (17,4 %) y está próxima a la media histórica desde 2000 (16,4 %), pero permanece por encima del nivel en 2021, previo al ciclo de endurecimiento monetario, cuando se situaba cerca del 6 %.

**De acuerdo con la CBT, el peso de las empresas con alto endeudamiento se redujo y el de aquellas con presión financiera elevada se mantuvo estable en 2024.** El 17,4 % de las empresas de la muestra de la CBT tenía un nivel de endeudamiento alto, porcentaje inferior al de 2023 y por debajo de 21,8 %, valor de la media histórica desde 2007 (véase gráfico 2.4)<sup>12</sup>. Por su parte, el 14,5 % de las empresas soportaron una presión financiera elevada —con beneficios que no cubrían el pago por intereses—, registro muy similar al de 2023 y también por debajo de la media histórica (16,4 %).

<sup>11</sup> Dado el predominio de los préstamos con vencimiento en el corto plazo o a tipo de interés variable en la deuda bancaria de las empresas (el 76% a finales de 2024), las variaciones de tipos de interés se trasladan de forma relativamente rápida a los pagos por intereses.

<sup>12</sup> Empresas cuya ratio de deuda financiera neta sobre el resultado económico bruto más los ingresos financieros es mayor que 10 o tienen deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos. La deuda financiera neta recoge los recursos ajenos con coste menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes.

## 2.3 Las Administraciones Públicas

**El endeudamiento y el déficit público en términos de PIB se mantienen elevados, a pesar de sus descensos en los años recientes.** En 2024 la ratio de endeudamiento de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se redujo nuevamente, hasta el 101,8 % del PIB. El descenso en este último año (3,3 pp), así como el acumulado desde 2020 (17,5 pp), se sustentó en el comportamiento fuertemente expansivo de la actividad económica en términos nominales (véase gráfico 2.5.a). A pesar de ello, el endeudamiento público continuó siendo elevado en términos históricos y 4,1 pp superior al existente antes de la crisis sanitaria del Covid-19. En una comparativa internacional, la deuda pública en España se sitúa también en niveles altos (véase gráfico 2.5.b). En 2024, el déficit público se redujo en tres décimas, hasta el 3,2 % del PIB, un valor todavía elevado. Esta cifra de déficit incluye una contribución de los gastos asociados a la DANA de otoño de 2024 de 0,4 pp<sup>13</sup>.

**El Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 (PFEMP) presentado por el Gobierno de España y aprobado por el Consejo de la UE en enero carece de medidas concretas para su cumplimiento.** Según el Informe de Progreso presentado por el Gobierno el pasado mes de abril, el gasto primario neto financiado nacionalmente<sup>14</sup> creció un 4,1 % en 2024, lo que se sitúa por encima del límite del 2,6 % recomendado inicialmente por las autoridades europeas a España en 2023, pero por debajo del 5,3 % incorporado en el PFEMP. Según el Gobierno, con las medidas ya aprobadas, en 2025 volvería a crecer un 4,1 %, por encima del límite establecido en el PFEMP (3,7 %), pero sin llegar a superar el margen de flexibilidad que permiten las nuevas reglas fiscales. No obstante, ni el PFEMP ni el Informe de Progreso que lo acompaña incorporan información sobre la evolución prevista de los componentes de los ingresos y gastos públicos más allá de 2025, lo que reduce su utilidad como instrumento de planificación fiscal a medio plazo, un aspecto que también ha destacado la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en su valoración del Plan<sup>15</sup>. Asimismo, el Informe de Progreso no facilita suficiente información sobre las reformas estructurales implementadas.

**En ausencia de nuevas medidas, el Banco de España prevé que la ratio de déficit público sobre el PIB continuará reduciéndose moderadamente en los próximos años.** Las proyecciones del Banco de España del pasado mes de marzo, elaboradas antes de la publicación de los datos fiscales de 2024, anticipaban un déficit del 3,4 % del PIB en 2024, dos décimas más de lo finalmente observado<sup>16</sup>. De acuerdo con dichas previsiones, el déficit

<sup>13</sup> El acrónimo DANA se refiere a Depresión Aislada en Niveles Altos, un fenómeno meteorológico por el que el encuentro de masas de aire de distinta temperatura origina precipitaciones intensas que, a su vez, propician inundaciones y riadas.

<sup>14</sup> El gasto primario neto excluye los pagos por intereses, los gastos extraordinarios, los financiados (total o parcialmente) por la UE, así como el componente cíclico de los gastos por desempleo. Adicionalmente, de la medida resultante se restan los ingresos por nuevas medidas discrecionales de ingresos. Puede encontrarse una explicación de las nuevas reglas fiscales europeas y del indicador operativo del gasto en López Vicente, Fernando, y María de los Llanos Matea Rosa. (2024). “El Semestre Europeo 2024 y el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia”. Boletín Económico - Banco de España, 2024/T4, 01.

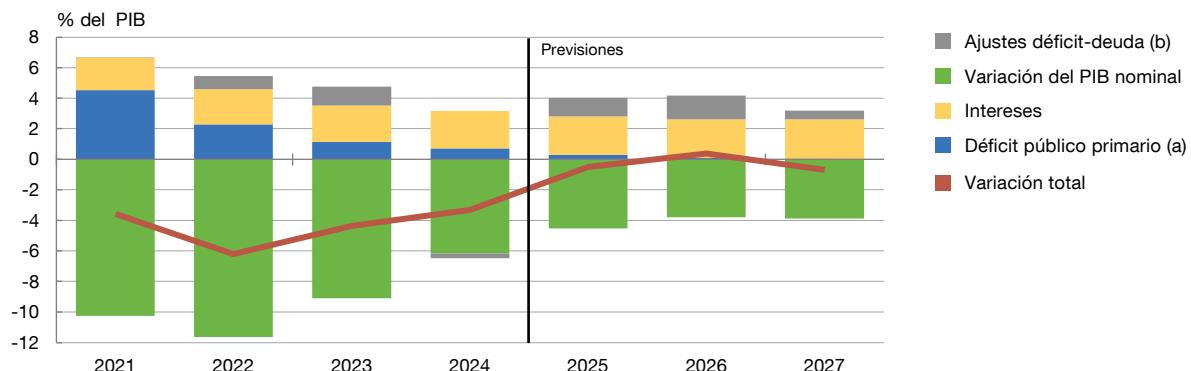
<sup>15</sup> Véase Informe de seguimiento del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028.

<sup>16</sup> Estas proyecciones se basan en un escenario inercial que no incluye nuevas medidas no aprobadas.

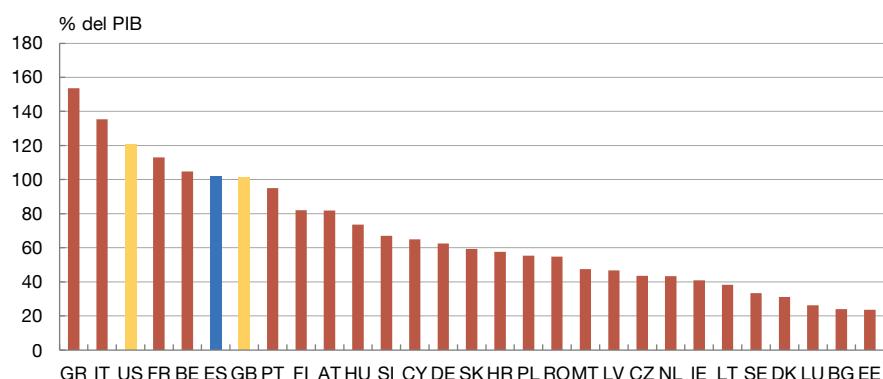
Gráfico 2.5

## La situación de las finanzas públicas en España continúa siendo una fuente de vulnerabilidad

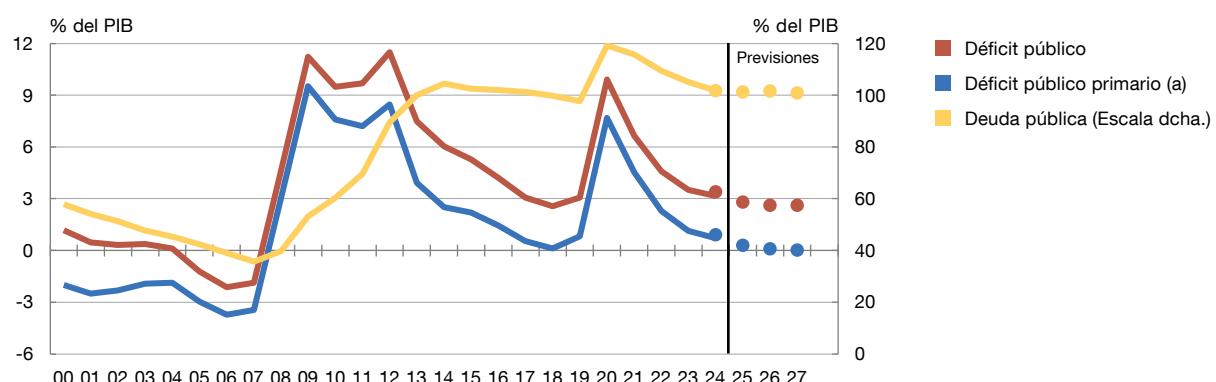
## 2.5.a Determinantes de la variación anual de la ratio de endeudamiento público en España



## 2.5.b Endeudamiento público. Año 2024



## 2.5.c Situación patrimonial de las Administraciones Públicas (c)



**FUENTES:** Eurostat, FMI, Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España. Última observación: 2024 (paneles a y c). En el panel c, en 2024 se presenta dato (línea) y estimación previamente disponible (círculo).

- a Excluidos los pagos por intereses de la deuda.
- b Variación de la deuda que no se debe a las necesidades de financiación derivadas del déficit público, sino a otros factores como la adquisición de activos financieros, ajustes de valoración o reclasificaciones, entre otros.
- c Los círculos corresponden a las previsiones del Banco de España publicadas el pasado 11 de marzo.

se reduciría hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en el bienio 2026-2027 (véase gráfico 2.5.c). La mayor parte de la reducción prevista (cerca de 0,7 pp) entre 2024 y 2027 se explica por la desaparición definitiva de las medidas temporales de apoyo ante la crisis energética y de los gastos extraordinarios registrados en 2024 por sentencias y como consecuencia de las riadas e inundaciones en València.

**De acuerdo con las previsiones del Banco de España, la ratio de endeudamiento público se reduciría también levemente en el período 2025-2027, aunque existen riesgos al alza relevantes sobre su evolución, que serían más intensos más allá de este horizonte.** La previsión de déficits primarios muy reducidos y el mantenimiento de un coste medio de la deuda inferior al crecimiento del PIB nominal continuarían favoreciendo un descenso de la ratio de endeudamiento hasta 2027 (véase gráfico 2.5.a)<sup>17</sup>. Sin embargo, las presiones sobre el gasto público asociadas al proceso de envejecimiento de la población, a las nuevas necesidades de gasto en defensa y para las transiciones digital y climática, constituyen un importante elemento de riesgo de aumento de las ratios de endeudamiento. Si bien algunos de estos riesgos —como los asociados al envejecimiento— serían mucho más relevantes más allá del horizonte del ejercicio de previsión del Banco de España, otros —como las necesidades de inversión en defensa— podrían tener impactos mucho más inmediatos.

**En ausencia de episodios de tensión en los mercados de deuda soberana, la carga por intereses aumentaría marginalmente en los próximos años.** Las rebajas de tipos de interés oficiales y el mantenimiento de un diferencial soberano reducido (véase sección 4.2) permitieron una reducción del coste efectivo de emisión del Tesoro español en 2024, que fue del 3,2 %, frente al 3,4 % en 2023 (véase gráfico A.2.2.3.1 en el anexo 2). En el primer trimestre de 2025, este coste siguió reduciéndose hasta el 2,9 %. Con todo, teniendo en cuenta el repunte de los tipos de interés de la deuda pública en el área del euro a principios de marzo, se prevé que el coste medio de la deuda viva, tras haberse elevado desde el mínimo del 1,9 % en 2019 hasta un 2,4 % en 2024, aumente adicionalmente, hasta situarse en el 2,6 % en 2027<sup>18</sup>. La carga por intereses en porcentaje del PIB se elevaría igualmente del 2,4 % en el último año al 2,6 % en 2027.

**En un contexto de deuda elevada, un comportamiento más desfavorable de los tipos de interés de emisión tendría un impacto apreciable sobre las cuentas públicas.** Así, por ejemplo, en el escenario en que los tipos de interés a corto y largo plazo fueran 1 pp superiores a lo previsto en 2025-2027, esto supondría una mayor carga financiera de la deuda en 2027 de 0,4 pp del PIB.

**El elevado nivel de endeudamiento público español contribuye a un crecimiento más frágil e implica mayor sensibilidad a los cambios en las condiciones de financiación**

---

<sup>17</sup> En 2025 y 2026 esto se vería parcialmente compensado por el aumento de los ajustes déficit-deuda relacionados con los préstamos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

<sup>18</sup> Estimación realizada con datos de los mercados financieros a fecha 10 de abril de 2025.

**por el viraje de las políticas económicas globales.** El gasto público ha tenido una contribución destacada al crecimiento del PIB en España en el período reciente. Así, el cumplimiento de las reglas fiscales a las que están sometidos los Estados miembros de la Unión Europea puede suponer cierto freno al crecimiento en los próximos años. No obstante, también constituiría un resorte para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y mejorar la confianza de los inversores. Esto es importante en un entorno en el que las condiciones de financiación pueden endurecerse y forzar ajustes más abruptos del gasto público por distintas causas, como el repunte de las primas de riesgo o la evolución de las políticas monetaria y fiscal a nivel global (véase capítulo 5).





# 3

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



### 3 SITUACIÓN FINANCIERA DE LOS BANCOS 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

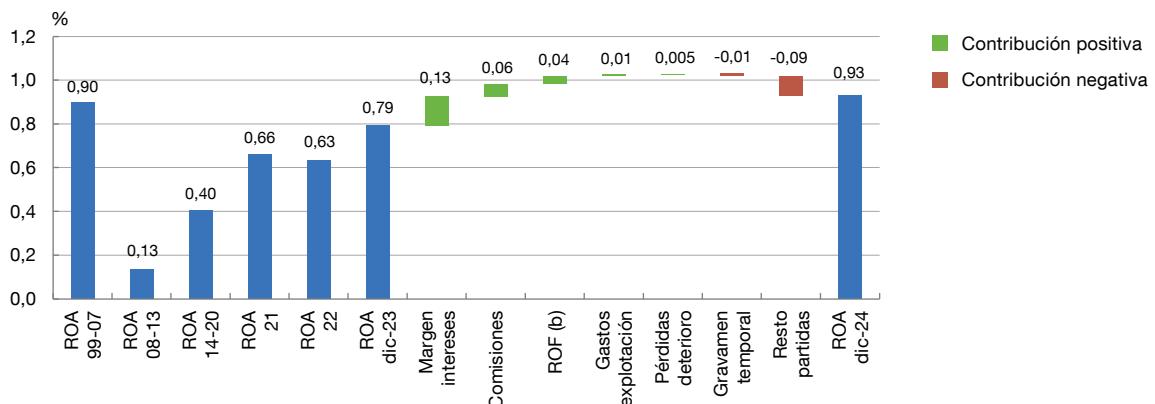
### 3.1.1 Rentabilidad

**Prosigue la mejora de la rentabilidad bancaria observada en los últimos años, con un crecimiento del resultado neto consolidado del 21 % en 2024.** Así, la rentabilidad sobre el activo (ROA, por sus siglas en inglés) de los bancos españoles alcanzó el 0,93 % en el último año, frente al 0,79 % de 2023 (véase gráfico 3.1.a). De manera similar, la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE, por sus siglas en inglés) aumentó 1,7 puntos porcentuales (pp) hasta alcanzar el 14,1 % (véase gráfico A2.3.1.1 en el anexo 2). Esta mejora fue generalizada entre entidades, como se observa en el desplazamiento hacia la derecha de la distribución del ROA entre 2023 y 2024 en el gráfico 3.1.b.

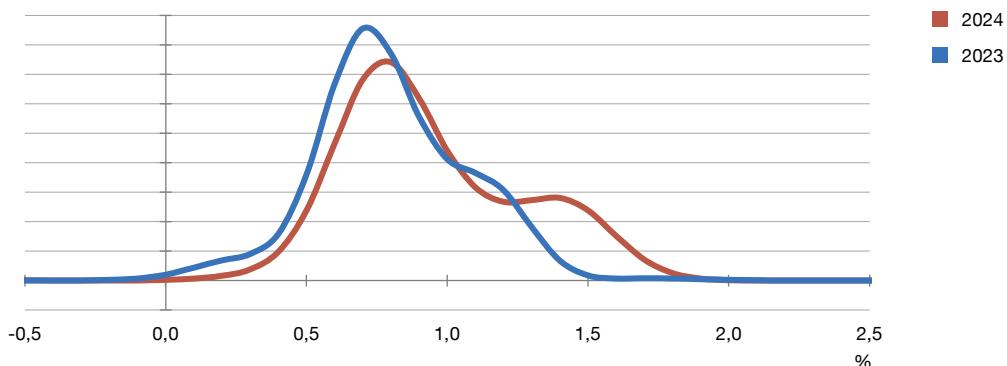
Gráfico 3.1

**La rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español ha continuado mejorando en 2024 de forma generalizada entre entidades, siendo impulsada principalmente por el incremento del margen de intereses**

3.1.a Descomposición de la variación del ROA. Porcentaje sobre activo total medio del resultado neto consolidado. Datos consolidados (a)



3.1.b Distribución por entidades de la rentabilidad sobre activo. Datos consolidados (c)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a El color verde (rojo) de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación de la rentabilidad sobre activos de diciembre de 2024 respecto a diciembre de 2023.

b ROF: Resultado de Operaciones Financieras.

c El gráfico muestra la función de densidad del ROA 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.



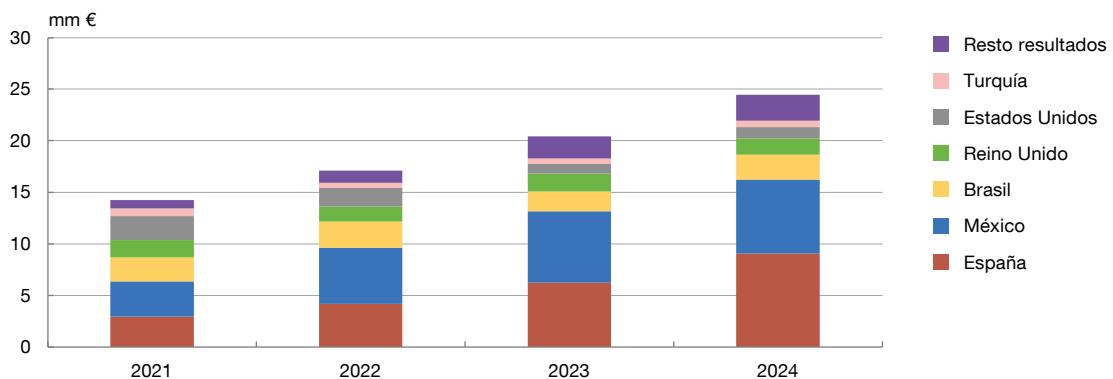
**La mejora de la rentabilidad se ha producido tanto en los negocios en España como en el extranjero.** Las tres entidades con actividad internacional más significativa incrementaron en 2024 sus resultados ordinarios de manera notable en España, pero también en las principales geografías extranjeras donde operan, salvo en Reino Unido (véase gráfico 3.2). México continuó siendo el país extranjero con mayor contribución al resultado de estas entidades (casi un 30 % del total, cercana al 37 % de España), seguido de Brasil (10 %), Reino Unido (6 %), Estados Unidos (5 %) y Turquía (2 %).

**La rentabilidad del conjunto del sector aumentó principalmente por el incremento del margen de intereses.** Pese a los descensos de los tipos de interés de referencia, esta partida

Gráfico 3.2

**Las tres entidades con actividad internacional más significativa aumentaron sus resultados en las principales geografías donde operan, salvo en Reino Unido**

3.2.a Distribución geográfica del resultado ordinario atribuido a la entidad dominante de las tres entidades con actividad internacional más significativa (a). Datos consolidados



FUENTE: Informes financieros de las entidades. Última observación: diciembre de 2024.

a De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es de mayor importancia y más extendida en el tiempo. La medida del resultado excluye elementos no recurrentes. La categoría «Resto de resultados», además de los resultados en el resto de países, incluye los resultados del centro corporativo de las entidades.



aumentó casi un 9 % respecto al año anterior (véase el anexo 1). Esto fue debido a una evolución favorable tanto de precios (incremento de márgenes unitarios<sup>1</sup>) como de cantidades (impulsadas por la recuperación del crédito). No obstante, este crecimiento del margen de intereses es inferior al incremento del 22 % registrado en 2023. Es de esperar que la previsible reducción de los tipos de interés de referencia implique a futuro un menor crecimiento del margen de intereses, con descensos de márgenes unitarios, que podrían ser mitigados parcialmente por una evolución más favorable del volumen de actividad. La publicación de resultados del primer trimestre de este año de los principales bancos cotizados españoles continúa mostrando una evolución al alza de la rentabilidad. No obstante, su margen de intereses se ha reducido con respecto al mismo trimestre del año anterior, reforzando las expectativas de una menor contribución futura de este elemento a los beneficios (véase cuadro A2.3.1.1.2 en el anexo 2).

**Las comisiones también aumentaron en el último año, contribuyendo adicionalmente a la mejora de la rentabilidad.** Así, los beneficios por este concepto crecieron más de un 11 %, cifra sensiblemente superior a la del año previo<sup>2</sup>. En la misma línea, el incremento del resultado de operaciones financieras (ROF) también contribuyó a la mejora del resultado. De esta manera, el crecimiento interanual conjunto de margen de intereses, comisiones y ROF

1 La ratio entre los ingresos financieros y los activos financieros rentables medios en 2023 se situó en el 5,3 % y aumentó hasta el 6,1 % en 2024. Por su parte, la ratio entre los gastos financieros y el mismo denominador (activos financieros rentables medios) en 2023 se situó en el 2,8 % y aumentó hasta el 3,4 % en 2024. El mayor aumento por el lado de los ingresos financieros condujo a un incremento de los márgenes unitarios en 2024.

2 El aumento de las comisiones fue generalizado por categorías (servicios de pago, gestión de valores, divisas, etc.), destacando el incremento interanual (19 %) de las vinculadas a pagos con tarjetas.

fue superior al de los gastos de explotación (2,5 %), contribuyendo a que el margen de explotación aumentara un 16,9 %<sup>3</sup>.

**Pese al ligero aumento en 2024 de las pérdidas por deterioros financieros, su peso sobre el margen de explotación se redujo moderadamente**<sup>4</sup>. Las pérdidas por deterioro aumentaron un 2 %, en menor medida que el incremento del margen de explotación, por lo que su peso sobre este se redujo 4 pp (véase gráfico A2.3.1.1.3 en el anexo 2). La materialización de riesgos sistémicos (véase capítulo 5), si frena el crecimiento económico y empeora la calidad del crédito, puede deteriorar esta ratio, por lo que es necesario mantener una monitorización estrecha de su evolución, aunque actualmente se sitúa en niveles favorables.

**Por su parte, las pérdidas por riesgo operacional registraron en 2024 su importe más elevado de los últimos cinco años.** Algunas sentencias judiciales desfavorables sobre el cobro de gastos hipotecarios intensificaron las reclamaciones de clientes. Esto, unido a la adopción de un nuevo modelo de cálculo de provisiones por eventos legales más conservador por parte de algunas entidades, ha llevado las pérdidas por riesgo operacional a un valor históricamente elevado en 2024 (véase gráfico A2.3.1.1.4 en el anexo 2).

**La mayor presión fiscal sobre el sector continúa detrayendo una fracción limitada de la mejora de los beneficios.** Sin el impacto del gravamen extraordinario a la banca, aplicable tanto a los beneficios de 2023 como a los de 2024, el crecimiento interanual del resultado neto habría sido muy similar (21,7 %), el ROA se habría situado en el 0,97 % (frente al 0,93 %) y el ROE en el 14,7 % (frente al 14,1 %)<sup>5</sup>. La sustitución de este gravamen por un nuevo impuesto prolongará el incremento de la presión fiscal sobre el sector al menos hasta 2026 (véase recuadro 3.1).

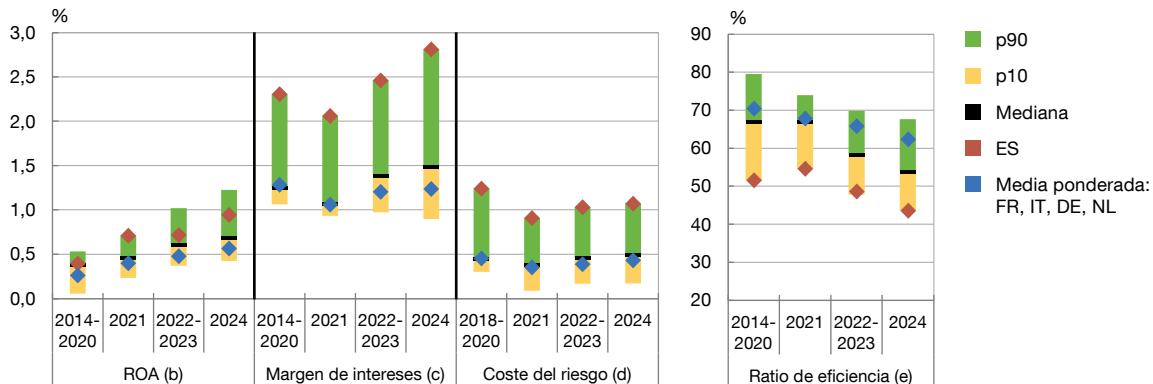
**La rentabilidad de la banca española viene superando de forma sostenida en el tiempo a la de los otros principales sistemas bancarios de la UE.** La rentabilidad del conjunto de bancos de la UE ha aumentado en el entorno de tipos de interés más altos posterior a la crisis sanitaria del Covid-19, y los bancos españoles han mantenido la posición relativa favorable que ya mostraban en el período 2014-2021 (véase gráfico 3.3). El margen de intereses, que se ha expandido apreciablemente desde 2021, sigue siendo el principal factor diferencial que explica esta mayor rentabilidad, más que compensando la contribución negativa del mayor coste del riesgo (definido como dotación a provisiones entre préstamos brutos) de las entidades españolas, que se ha mantenido relativamente estable en los últimos años. Por otro

- 
- 3 El margen de explotación se define como margen bruto menos gastos de explotación. A su vez, el margen bruto se define como la suma de los resultados procedentes de las actividades ordinarias de la entidad. Principalmente, margen de intereses, comisiones y resultado de operaciones financieras, pero también otros resultados netos de explotación.
  - 4 Estas pérdidas son registradas para recoger el menor valor de los activos financieros al producirse impagos o, de forma más general, información que reduzca la probabilidad esperada de cumplimiento de las contrapartes de las entidades bancarias de sus obligaciones crediticias.
  - 5 De acuerdo con la información proporcionada por el Ministerio de Hacienda en su [ejecución presupuestaria de diciembre de 2024](#), el importe del gravamen satisfecho en 2024 ascendería a 1.647 millones de euros, un 41 % superior al importe satisfecho en 2023. Por su parte, el gasto por el impuesto sobre sociedades contabilizado por el conjunto de entidades y establecimientos financieros de crédito por sus negocios en España alcanzó los 6.494 millones de euros en 2024.

Gráfico 3.3

**La rentabilidad de los bancos españoles supera la de otros bancos en las principales economías de la UE, apoyada en un mayor margen de intereses y en una mejor eficiencia operativa**

3.3.a Comparativa europea de las principales variables de rentabilidad y eficiencia operativa (a). Datos consolidados



FUENTE: EBA. Última observación: diciembre de 2024.

- a Para cada variable y período de tiempo, se considera la distribución de esta variable entre los países ponderada por el tamaño de sus sectores bancarios en términos de activos totales. Nótese que en la base de datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) se dispone de un dato agregado por país para cada variable. Para períodos de varios años, se toma el promedio simple de la variable por país durante dicho período para obtener un único valor por país. Sobre esta distribución ponderada se calculan los estadísticos mostrados en el gráfico. La media de los sistemas bancarios de las otras cuatro mayores economías de la UE también se pondera con el tamaño en términos del activo total de sus respectivos sectores bancarios.
- b El ROA se define como los resultados netos sobre activos totales.
- c El margen de intereses se define como el ingreso neto por intereses sobre el total de activos generadores de ingresos.
- d El coste del riesgo se define como dotación a provisiones por deterioros financieros entre préstamos brutos. El reporte de esta variable comienza en el año 2018.
- e La ratio de eficiencia se define como gastos de explotación entre margen bruto, por lo que valores más bajos indican una mayor eficiencia.

lado, la banca española mantiene su ventaja comparativa en eficiencia operativa, sosteniendo en el tiempo ratios de eficiencia, medidos como gastos de explotación entre margen bruto, más bajas que las de sus pares europeos.

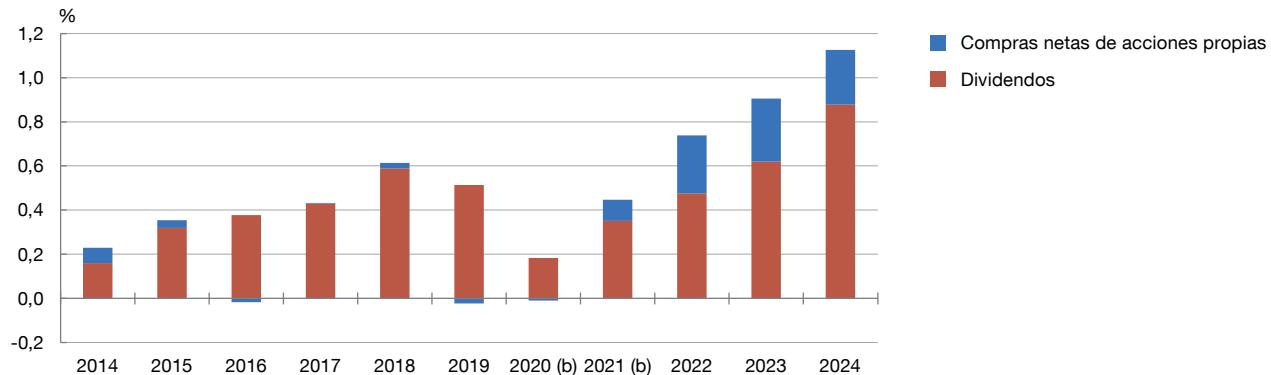
**La distribución de beneficios, mediante dividendos y compras netas de acciones propias, ha aumentado en 2024 en términos absolutos y también como porcentaje de los activos ponderados por riesgo y del resultado.** El peso del beneficio distribuido al accionista sobre los activos ponderados por riesgo (APR) ha aumentado en 2024 hasta el 1,1 %, el valor más alto de los últimos años (véase gráfico 3.4.a), lo que aumentaría el atractivo del sector bancario para los inversores. Esta mayor retribución al accionista se explica tanto por la comentada mejora del beneficio como, por otro lado, por el aumento de casi 3 pp en el porcentaje del resultado neto destinado a retribuir al accionista (véase gráfico 3.4.b).

**La contrapartida de esta mayor distribución de beneficios es un menor reforzamiento de la solvencia ante escenarios menos favorables para la rentabilidad bancaria.** Si se cumplen las expectativas de los mercados y se consolida el descenso de los tipos de interés de referencia, el margen de intereses podría perder su impulso expansivo sobre la rentabilidad, como se ha señalado anteriormente. Adicionalmente, el contexto de incertidumbre actual plantea riesgos a la baja sobre la rentabilidad del sector bancario en torno a este escenario central, que ya contempla su moderación (véase capítulo 5). En este contexto, la posición

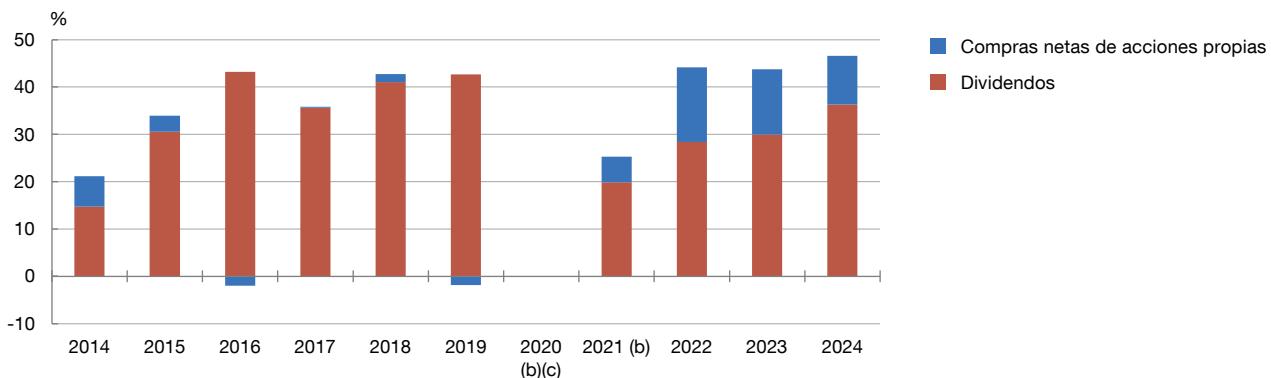
Gráfico 3.4

**La mejora de la rentabilidad bancaria en los últimos años se ha traducido en un aumento de la distribución de beneficios**

3.4.a Dividendos y compras netas de acciones propias como porcentaje de los activos ponderados por riesgo (a). Datos consolidados



3.4.b Dividendos y compras netas de acciones propias como porcentaje del resultado neto (a). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a La información sobre dividendos y compras netas de acciones se obtiene de los estados de cambios en el patrimonio neto. Así, el impacto de los dividendos contabilizado en patrimonio en un año determinado puede tener su origen en resultados obtenidos en años anteriores.

b En 2020 y 2021 operaba una recomendación del Banco Central Europeo de restricción de distribuciones de resultados..

c El porcentaje de dividendos y compras sobre resultado neto no está definido en este año, al haberse registrado pérdidas para el conjunto del sector.

cíclica actual favorable de la rentabilidad bancaria (véanse gráfico 3.1.a y capítulo 6) puede facilitar el esfuerzo de acumulación de recursos de absorción de pérdidas frente a escenarios de riesgo.

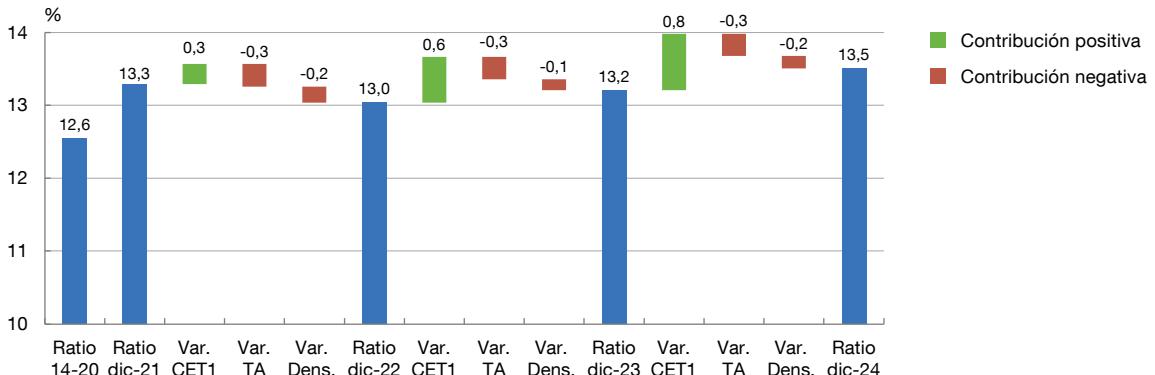
### 3.1.2 Solvencia

**La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) y el colchón de capital voluntario crecieron moderadamente en 2024 gracias al incremento del volumen de capital CET1.** A cierre del 2024, la ratio de CET1 del sistema bancario español se situó en el 13,5 %, lo que representa un aumento de 30 puntos básicos (pb) respecto al año anterior (véase gráfico 3.5.a). El incremento de la ratio se debió a una expansión interanual del 6 % del

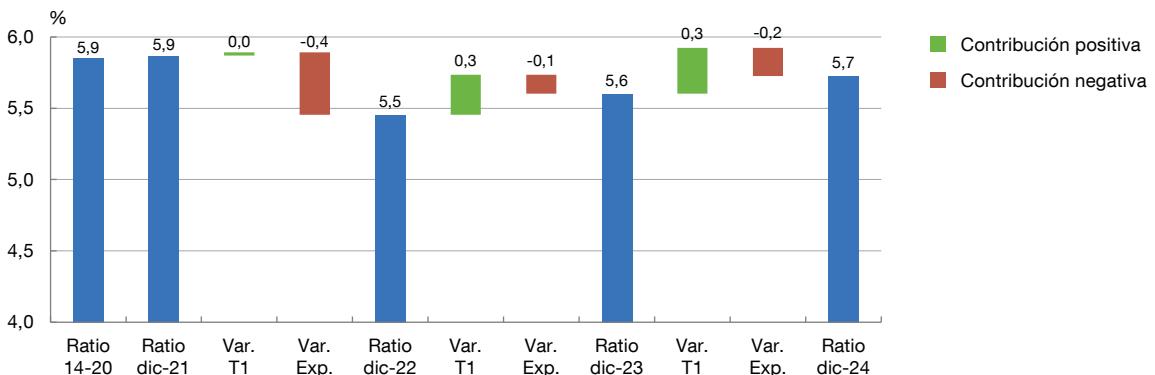
Gráfico 3.5

**Las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español aumentaron en 2024, impulsadas por el crecimiento del capital bancario**

3.5.a Descomposición de la variación de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) entre 2021 y 2024 (a). Datos consolidados



3.5.b Descomposición de la variación de la ratio de apalancamiento entre 2021 y 2024 (b). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024

- 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 (TA) x densidad (Dens.), 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. 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 (Exp.). 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. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.



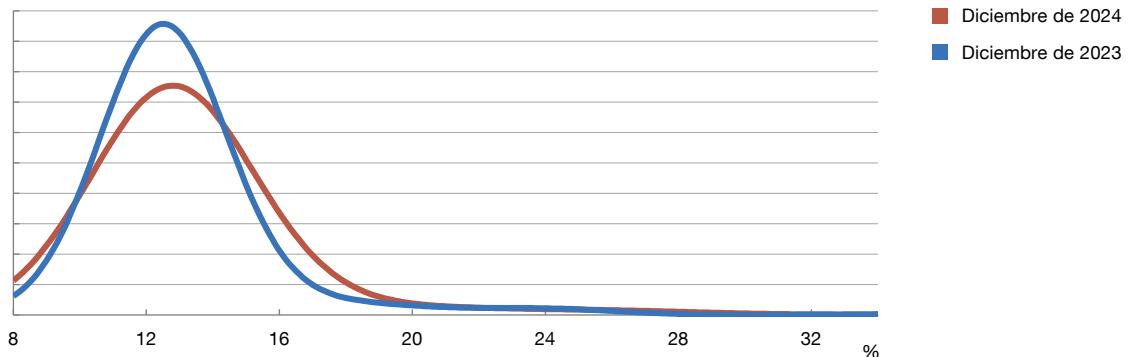
capital CET1, que compensó la contribución negativa por el aumento de los APR, cuya variación interanual fue del 3,6%<sup>6</sup>. La expansión de los APR en el último año se explica principalmente por un crecimiento del total de activos (véase sección 3.1.3) y, en menor medida, por el aumento en su perfil de riesgo (mayor densidad de APR). Por su parte, el colchón de capital voluntario aumentó en 16 pb respecto al año anterior, situándose en el 3,6%<sup>7</sup>.

- 6 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 (TA) y la densidad de los APR (Dens.). La densidad de los APR es la ratio entre estos y TA, y valores más altos de la misma señalan un perfil de mayor riesgo.
- 7 Este colchón voluntario es calculado como la ratio de CET1 menos los requerimientos prudenciales y guía de pilar 2, considerando únicamente los requerimientos de CET1, siendo así comparable con los datos a nivel europeo publicados por la Autoridad Bancaria Europea. Si además se tienen en cuenta los requerimientos de T1 y de capital total, así como los requerimientos mínimos de MREL y ratio de apalancamiento, el colchón voluntario se sitúa en el 3%.

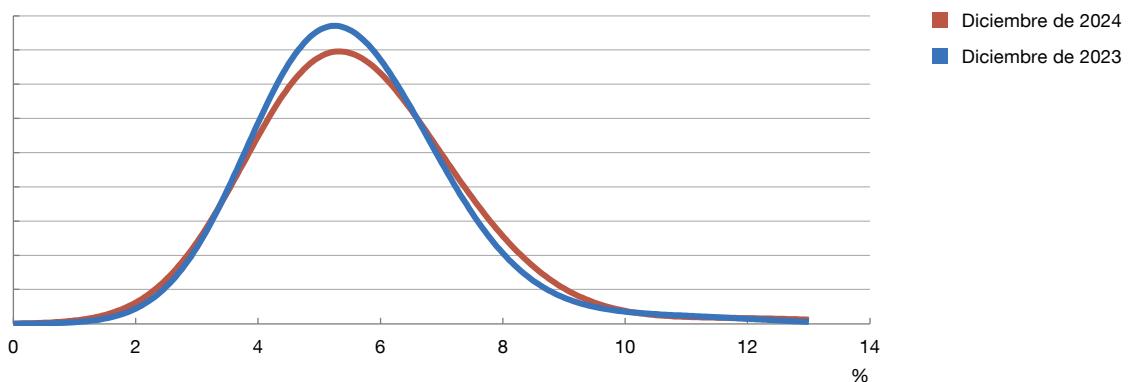
Gráfico 3.6

**La dispersión entre entidades de las ratios de CET1 y de apalancamiento se mantuvo relativamente estable en 2024**

3.6.a Distribución por entidades de la ratio CET1 (a). Datos consolidados



3.6.b Distribución por entidades de la ratio de apalancamiento (a). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a Los gráficos muestran la función de densidad de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento, respectivamente, para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total consolidado). Dicha función de densidad se approxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

### **La ratio de apalancamiento del sistema bancario español aumentó levemente en 2024.**

A cierre del año pasado, la ratio de apalancamiento se situó en el 5,7 %, incrementándose en 13 pb respecto al año previo (véase gráfico 3.5.b)<sup>8</sup>. Dicho aumento se debió a una expansión del capital de nivel 1, que creció un 5,9 % en el último año y compensó el crecimiento de la exposición total no ponderada por riesgo (3,6 % para el mismo período).

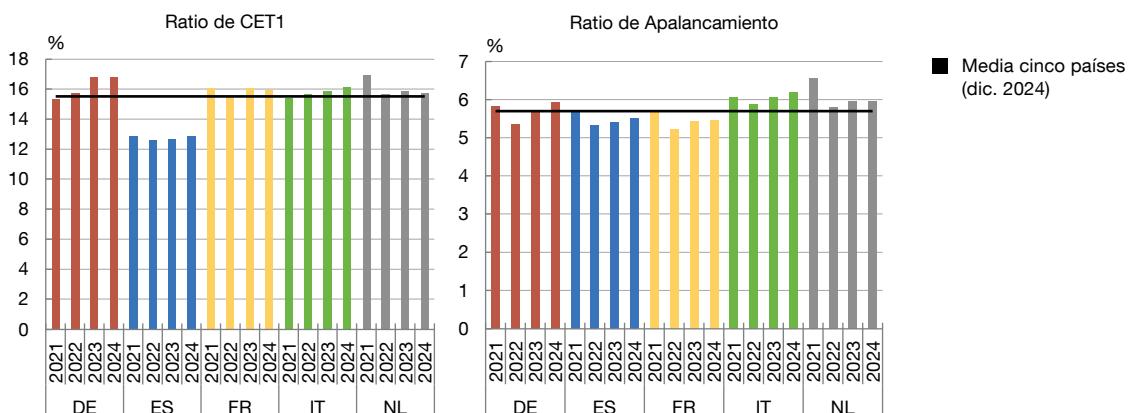
**Las distribuciones de las entidades para ambas ratios de solvencia se mantuvieron relativamente estables en 2024 y mostraron solo un incremento leve de la dispersión.** Así, se aprecia una concentración algo menor de los bancos españoles en torno a la ratio CET1 media que en 2023 (véase gráfico 3.6.a). Algunas entidades se han desplazado a mayores niveles de ratio. No obstante, también se detecta un leve incremento en el peso de entidades

<sup>8</sup> La ratio de apalancamiento se calcula dividiendo el capital de nivel 1 por la medida de la exposición total.

Gráfico 3.7

El incremento en las ratios de CET1 y de apalancamiento del sistema bancario español en 2024 redujo ligeramente las respectivas brechas que las separaban de las ratios de otros de los principales sectores bancarios europeos

3.7.a Comparativa europea de la ratio de CET1 y de apalancamiento entre 2021 y 2024. Datos consolidados



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2024.



con niveles de ratio CET1 más bajos. Una dinámica similar, pero aún menos acusada, se observa en la distribución de la ratio de apalancamiento (véase gráfico 3.6.b). En conjunto, estos cambios en la distribución no son significativos desde un punto de vista sistémico.

**La ratio de CET1 del sistema bancario español se mantuvo por debajo de la observada para el resto de los principales sectores bancarios europeos, aunque la brecha se redujo ligeramente.** A cierre de 2024, la ratio de CET1 del sistema bancario español se situó por debajo de la de países como Alemania, Francia, Italia y Países Bajos (véase el panel izquierdo del gráfico 3.7)<sup>9</sup>. Esta fue también 3,2 pp inferior a la media de la UE. En 2024, la brecha entre la ratio de CET1 de los bancos españoles y de sus principales pares europeos se redujo en general entre 24 y 36 pb, con la excepción de Italia, con respecto a la que aumentó 3 pb. El aumento de la ratio de CET1 en los sistemas bancarios de España e Italia ha estado favorecido por su mayor rentabilidad en el período reciente, vinculada a modelos de negocio con mayor proporción de préstamos a tipo variable.

**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.** Para el último período disponible, la brecha en términos de colchón voluntario entre España y la media de la UE fue de 1,8 pp<sup>10</sup>. La menor diferencia observada con respecto al caso de la ratio de CET1 refleja menores requerimientos de capital para el sistema bancario español<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Las ratios de solvencia del sistema bancario español utilizadas en los gráficos 3.5 y 3.6 difieren de la del gráfico 3.7. En los primeros se utilizan datos nacionales para el conjunto de entidades bancarias, mientras que, en el segundo, para propósitos de comparativa europea, datos de la Autoridad Bancaria Europea para los principales bancos de la UE, entre ellos, diez españoles.

<sup>10</sup> Este dato corresponde a junio de 2024, último reportado por la EBA para colchones de capital voluntarios.

<sup>11</sup> Por ejemplo, menores requerimientos de capital por Pilar 2 y colchones macroprudenciales.

**La ratio de apalancamiento del sistema bancario español se mantuvo en un nivel comparable al del resto de los principales sectores bancarios europeos.** A cierre del año pasado, en relación con la media de la UE, esta se situó 0,4 pp por debajo (véase el panel derecho del gráfico 3.7). La ratio de apalancamiento de España fue algo superior a la de Francia, e inferior a la de Alemania, Italia y Países Bajos. La menor distancia entre el sector bancario español y sus comparables europeos en términos de ratio de apalancamiento, en comparación con la ratio de CET1, se debe fundamentalmente a su mayor densidad de APR, determinada por la composición de su balance y el menor uso del método de modelos internos (IRB, siglas en inglés para *Internal Rating Based System*) para su cálculo<sup>12</sup>.

**De acuerdo con los resultados de distintos ejercicios de estrés, los niveles actuales de solvencia de las entidades españolas proporcionan una capacidad de resistencia agregada notable<sup>13</sup>.** En los ejercicios de estrés de carácter dinámico, esta resistencia estaría parcialmente apoyada en una menor provisión de crédito al sector privado, que mitiga el consumo del capital disponible ante la materialización de escenarios adversos<sup>14</sup>. Asimismo, estos ejercicios se centran en escenarios muy severos, pero específicos. El incremento actual de la incertidumbre recomienda así un análisis proactivo de la evolución de los riesgos macrofinancieros para identificar posibles escenarios de estrés alternativos y relevantes, así como una planificación cauta frente a posibles pérdidas inesperadas<sup>15</sup>.

**Mantener unos requerimientos de capital rigurosos dentro de un marco regulatorio y supervisor sólido es compatible con una simplificación de dicho marco que permita mejorar su claridad y predictibilidad.** En relación con los requerimientos de capital, la UE finalizó en 2024 la trasposición del acuerdo de Basilea III, que entró en vigor en enero de este año, con la excepción del nuevo marco de riesgo de mercado. Dicho marco no entrará en vigor hasta enero de 2026 y actualmente la Comisión Europea ha abierto un proceso de consulta para valorar posibles retrasos adicionales<sup>16</sup>. Estos retrasos responden a las

---

12 Nótese que la ratio de CET1 puede aproximarse dividiendo la ratio de apalancamiento por la densidad de los activos, aunque no sería un cómputo completamente exacto dado que el capital (numerador) de la ratio de apalancamiento incluye también instrumentos de capital AT1, y además la exposición a efectos de la ratio de apalancamiento (denominador) puede diferir del total activo.

13 Véanse los resultados del ejercicio de pruebas de resistencia de la EBA de 2023, del ejercicio *top-down* del Banco de España [FLESB de 2024](#), y del ejercicio de estrés llevado a cabo por el FMI durante el programa de evaluación del sistema financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) de España en 2024 (véase [Nota Técnica sobre Análisis de Riesgo Sistémico](#)).

14 Por ejemplo, según el último ejercicio de estrés a la banca española dentro del marco FLESB, el crédito en España caería un 6 % para el horizonte de tres años en el escenario adverso. Por otro lado, el crédito caería un 1 % para el horizonte de tres años, con una caída máxima interanual de 2 %, en el escenario adverso considerado por el FMI durante el programa de evaluación del sistema financiero español en 2024. El sistema bancario español también muestra una importante capacidad de absorción de pérdidas en el ejercicio de estrés de la EBA de 2023, el cual asume exposiciones constantes en los escenarios considerados.

15 Se espera que los resultados actualizados del ejercicio de estrés a la banca española dentro del marco FLESB sean publicados en otoño de 2025, mientras que la publicación de los resultados del ejercicio elaborado por la EBA está prevista para principios de agosto de 2025.

16 La Comisión Europea anunció en julio de 2024 la incorporación de las reformas restantes de Basilea III a la normativa europea, y que estas estarían vigentes desde enero de 2025, con la excepción de algunas provisiones sobre riesgo de mercado, que serían exigibles a partir de 2026 (véase [enlace](#)). Posteriormente, se abrió un proceso de consulta para prolongar la prórroga a la aplicación de estos requerimientos o enmendarlos (véase [enlace](#)). De forma más reciente, la Comisión Europea ha propuesto no aplicar ciertos requerimientos de liquidez en Basilea III (véase [enlace](#)).

desviaciones observadas en Estados Unidos y Reino Unido en la implementación de las reformas finales de Basilea III. A pesar de todo ello, la implementación de Basilea III a nivel internacional debe seguir siendo una prioridad para evitar la acumulación de riesgos sistémicos a nivel global (de forma relacionada, véanse sección 5.1 y recuadro 5.3 para mayor discusión de las iniciativas de desregulación financiera en Estados Unidos y los riesgos asociados). Esto debe ser compatible con que se aborde en la Unión Europea una revisión del marco regulatorio y supervisor con el objetivo de dotarlo de una mayor simplicidad, claridad y predictibilidad, sin reducir el nivel de resiliencia del sector bancario, tal y como solicitaron a la Comisión Europea los gobernadores de los bancos centrales de España, Alemania, Francia e Italia en su carta de febrero de 2025<sup>17</sup>. Este proceso de simplificación debe ser holístico, considerando los distintos niveles del marco regulatorio y supervisor (por ejemplo, estándares regulatorios y guías) y sus diferentes ámbitos (microprudencial, macroprudencial y resolución).

**La capitalización bursátil de la banca europea ha experimentado un notable crecimiento desde finales de 2022, lo que ha contribuido a la mejora de distintas métricas de valoración y riesgo.** Las ratios *price-to-book* (PTB) de los bancos europeos mantuvieron en 2024 y durante el primer trimestre de 2025 la senda creciente iniciada en 2023<sup>18</sup>. En este primer trimestre del año, los bancos españoles presentaron una ratio PTB superior a la de los bancos franceses, alemanes y holandeses, pero inferior a la de los italianos. Además, las ratios PTB de los bancos españoles e italianos se situaron por encima de uno, mientras que las del resto de los países se mantuvieron por debajo de ese valor (véase gráfico 3.8.a), lo que siguió limitando sus incentivos para el crecimiento. Esta mejora en las valoraciones de los bancos europeos y, en particular, de los españoles ha contribuido también a relajar el indicador SRISK de riesgo sistémico ante posibles correcciones bursátiles (véase gráfico A2.3.1.2.1 en el anexo 2).

**A pesar de las turbulencias bursátiles de abril de 2025 (véase capítulo 4), las ratios PTB de los principales bancos europeos se mantienen en niveles elevados en comparación con períodos recientes.** Así, a última fecha de datos disponible, estas ratios se sitúan por encima de su nivel medio de 2024 y también por encima de su nivel medio del primer trimestre de 2025.

**Las ratios *price-to-earnings* (PER) para los bancos europeos también se muestran robustas pese a la volatilidad reciente en los mercados de renta variable (véase capítulo 4).** El crecimiento de la ratio PER iniciado en 2024 para la mayoría de los bancos europeos se reforzó notablemente en el primer trimestre de 2025 (véase gráfico 3.8.b)<sup>19</sup>. Las correcciones

<sup>17</sup> Véase la carta conjunta ([enlace](#)) de los gobernadores del Banco de España, Deutsche Bundesbank, Banque de France y Banca d'Italia a la Comisaría Europea de Servicios Financieros y Unión de Ahorros e Inversiones, de 5 de febrero de 2025.

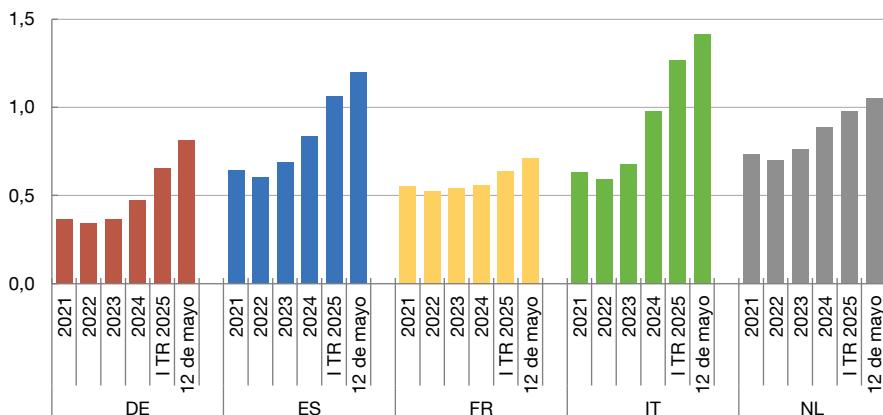
<sup>18</sup> La ratio *price-to-book* (PTB) relaciona la capitalización bursátil de las entidades cotizadas con su valor contable en libros. Se calcula dividiendo el precio actual de la acción entre el valor contable por acción. Un valor superior a 1 indica que el mercado está valorando los activos de la entidad por encima de su valor contable, reflejando así la confianza en su rentabilidad, mientras que ratios PTB muy bajas recogen implícitamente la dificultad de generar una rentabilidad sobre el capital que iguale su coste.

<sup>19</sup> Se refiere a la ratio forward *price-to-earnings*, (PER a futuro). Se calcula dividiendo el precio actual de la acción por los beneficios estimados por acción para los siguientes 12 meses. Las estimaciones de los beneficios se han obtenido de las previsiones de los inversores proporcionadas por Institutional Broker's Estimate System (I/B/E/S). Un valor PER a futuro más alto indicaría que los inversores esperan un crecimiento significativo de las ganancias de la entidad.

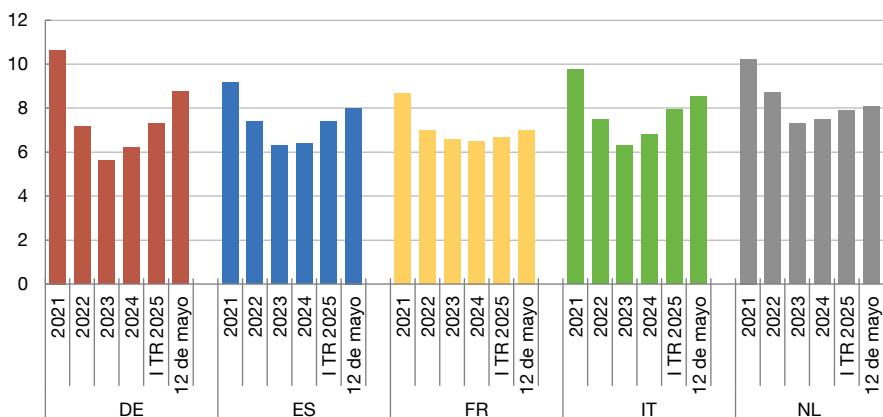
Gráfico 3.8

**A pesar de las recientes turbulencias en los mercados financieros, las ratios de capitalización bursátil sobre valor contable del capital y beneficios de los principales bancos europeos se mantienen en valores elevados en comparación con años anteriores**

3.8.a Comparativa europea del *price-to-book value* entre 2021 y 2025 (a)



3.8.b Comparativa europea del *forward price-to-earnings* entre 2021 y 2025 (a) (b)



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

- a Se muestran los datos promedios anuales del 2021, 2022, 2023, 2024 y el primer trimestre de 2025 a partir de los datos diarios, ponderados por la capitalización bursátil de cada banco. La muestra de cada país incluye los bancos cotizados. Última observación: 12 de mayo de 2025.  
 b El *forward price-to-earnings* (a 12 meses) se calcula dividiendo el precio actual de la acción por los beneficios estimados por acción para los próximos 12 meses. Las estimaciones de los beneficios se han obtenido de las previsiones de los inversores proporcionadas por Institutional Broker's Estimate System (I/B/E/S).

registradas a principios de abril no han dado lugar a descensos de estas ratios con respecto a sus niveles medios del trimestre previo y, además, se sitúan claramente por encima de su nivel medio en 2024. Esto sugiere que la mejora actual en los beneficios se ve reflejada en las expectativas de los inversores sobre una mayor rentabilidad a medio y largo plazo.

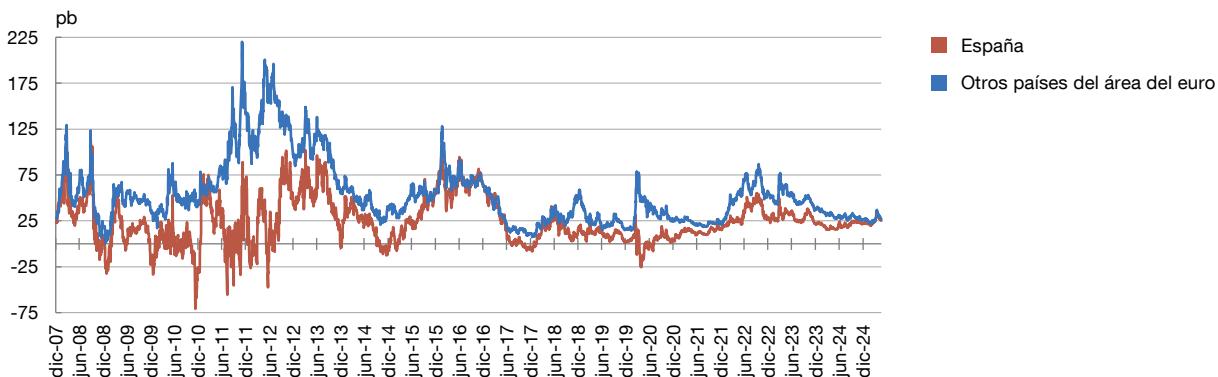
**Los diferenciales de coste (frente a soberano) de los *credit default swaps* (CDS) sobre los principales bancos españoles se asemejan a los de sus pares europeos, con una evolución reciente estable<sup>20</sup>.** Durante 2024 y principios de 2025, los diferenciales de coste

<sup>20</sup> Un *Credit default swap* es un contrato en el que una parte hace pagos fijos durante un período determinado y la otra hace un pago si un activo subyacente (como deuda de un banco particular) entra en impago. De este modo el pago fijo (referido comúnmente por el término en inglés *spread*) cuantifica la probabilidad que el mercado asigna al impago en el subyacente.

Gráfico 3.9

**Los diferenciales de coste (frente a soberano) de los credit default swaps (CDS) sobre los principales bancos españoles se sitúan en niveles similares a los de sus pares europeos**

3.9.a Diferencial entre spreads de contratos *credit default swaps* (CDS) sobre los principales bancos europeos y sobre sus respectivos soberanos (a) (b)



**FUENTES:** Bloomberg y Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025.

- a Un CDS es un contrato en el que una parte hace pagos fijos durante un período determinado y la otra hace un pago si un activo subyacente (como la deuda de un banco particular) entra en impago. De este modo el pago fijo (referido comúnmente por el término en inglés *spread*) cuantifica la probabilidad que el mercado asigne al impago en el subyacente.
- b Se muestra la diferencia entre el coste (medido por el *spread*) del CDS bancario y el del soberano correspondiente, en ambos casos a cinco años y en euros, ponderado por el valor de mercado de cada banco. Se consideran bancos con CDS suficientemente líquido. La muestra incluye Santander y BBVA para España y Deutsche Bank, Commerzbank, Crédit Agricole, Société Générale, BNP Paribas, Unicredit (desde el 23 de octubre de 2008) y Banca Monte dei Paschi di Siena para otros países del área del euro.

(medido por el *spread*) de los CDS de los principales bancos españoles frente a los del soberano se mantuvieron en torno a un promedio de 20 pb, y experimentaron un repunte temporal en abril de 2025 coincidiendo con los anuncios de aranceles en Estados Unidos. Este valor es moderado en términos históricos, estando además claramente por debajo de los niveles alcanzados durante 2012, y se sitúa algo por debajo del promedio del valor de los principales bancos europeos (véase gráfico 3.9). El volumen negociado de CDS sobre los principales bancos europeos ha experimentado un incremento a lo largo de 2025 con respecto al año pasado. No obstante, no ha mostrado patrones anómalos a raíz de las turbulencias en los mercados financieros experimentadas en abril tras el anuncio de las medidas arancelarias de Estados Unidos (véanse capítulo 4 y gráfico A2.3.1.2.2 en el anexo 2).

### 3.1.3 Balance consolidado

#### *Evolución del activo*

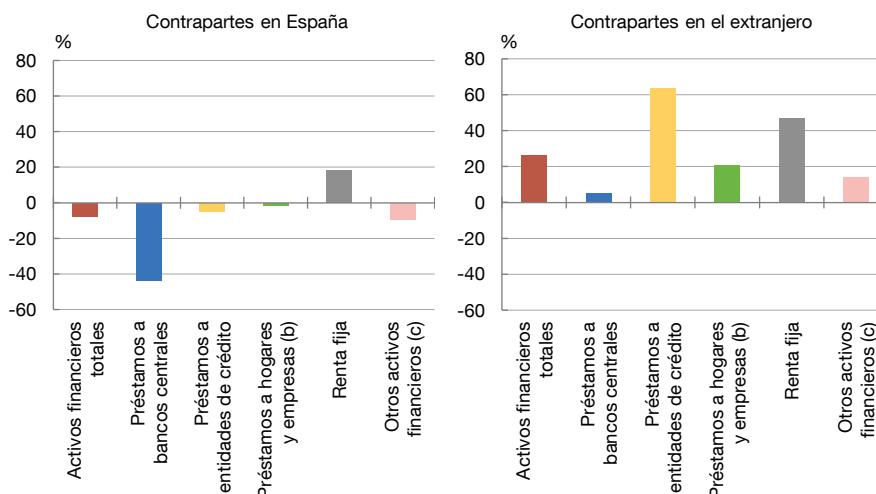
**El tamaño del activo consolidado de los bancos españoles creció en 2024 un 3,3%, impulsado por el negocio con contrapartes extranjeras<sup>21</sup>, que alcanzó un 58,6% del total de activos financieros en 2024.** Así, en el último año, los activos financieros con

<sup>21</sup> El negocio en el extranjero es identificado de acuerdo con la residencia de las contrapartes.

Gráfico 3.10

**Los activos financieros con contrapartes extranjeras mantienen una tendencia creciente, en contraste con la contracción acumulada en los últimos años por los activos financieros con contrapartes en España**

3.10.a Crecimiento acumulado del activo financiero por tipo de activo entre diciembre de 2021 y diciembre de 2024 (a). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a Se consideran contrapartes directas y se aplica el criterio de residencia para su identificación como españolas o extranjeras.

b Incluye tanto empresas no financieras como financieras distintas de las entidades de crédito.

c La partida «Otros activos financieros» está compuesta por préstamos a las Administraciones Públicas, saldos de efectivo, derivados y tenencias de instrumentos de patrimonio emitidos por otras sociedades.

contrapartes extranjeras se incrementaron un 7,3 %, mientras que los activos con contrapartes en España se redujeron un 1,4 %. Esta evolución en 2024 continúa la tendencia de los últimos años de mayor crecimiento relativo de los activos financieros con contrapartes extranjeras. Por ejemplo, desde 2021, con tipos de interés más altos que en años previos, la expansión acumulada de estos alcanza el 26,6 %, frente a una contracción del 7,8 % para los activos con contrapartes españolas (véase gráfico 3.10). La información disponible del primer trimestre de 2025 apunta a que el activo de los bancos españoles ha mantenido su tendencia expansiva durante el mismo<sup>22</sup>.

**La evolución más expansiva del activo financiero con contrapartes extranjeras es generalizada por tipo de producto.** Aunque los valores de renta fija<sup>23</sup> nacional han aumentado (18,6 % desde 2021), lo han hecho mucho menos que los correspondientes a contrapartes extranjeras (47,1 % desde 2021). Por otra parte, los préstamos a entidades de crédito extranjeras muestran un aumento aún mayor (superior al 64 % desde 2021). En el caso

22 Véase por ejemplo la información disponible sobre evolución de balances individuales hasta febrero de 2025 (cuadro 4.51 del Boletín Estadístico del Banco de España) o los resultados del primer trimestre de 2025 publicados por los principales bancos cotizados. Los datos correspondientes al balance consolidado a cierre del primer trimestre de 2025 se publicarán en la serie de *estadísticas supervisoras* del Banco de España en junio.

23 Incluye valores representativos de deuda con distintos tipos de contraparte deudora: bancos centrales, Administraciones Públicas, entidades de crédito, otras sociedades financieras y sociedades no financieras.

de los activos financieros con contrapartes nacionales, fue significativa la contracción del crédito a bancos centrales, en línea con la normalización de la política monetaria en el Eurosistema. A pesar de un entorno monetario global menos acomodaticio desde 2022, los préstamos a hogares y empresas extranjeras<sup>24</sup> presentan un crecimiento acumulado notable, frente a cierta atonía en los préstamos con contrapartes de este tipo que residen en España (véase gráfico 3.10). Para más detalles sobre la estructura del balance consolidado de las entidades bancarias, véase anexo 1 y gráfico A2.3.1.3.1 en el anexo 2, mientras que el crédito en España y con contrapartes en el extranjero se analizan en mayor detalle en la sección 3.1.4.

#### *Evolución del pasivo*

**El pasivo financiero<sup>25</sup> creció un 3,2% en 2024, a lo que contribuyeron tanto las operaciones con contrapartes en España como en el extranjero.** En este período, la reducción experimentada por la financiación de bancos centrales (-41,3%) fue más que compensada por el crecimiento de los depósitos de hogares, empresas y Administraciones Públicas (4,9%) y de la financiación procedente de instrumentos de deuda (4%) y de otras entidades de crédito (2,6%) (véase anexo 1). Por área geográfica, los pasivos financieros con contrapartes españolas crecieron un 4,6% en 2024 y los correspondientes a contrapartes extranjeras lo hicieron un 1,7%<sup>26</sup>. Con una perspectiva temporal más amplia, desde diciembre de 2021, los pasivos financieros acumulan una caída cercana al 5% en las operaciones con contrapartes españolas y un incremento superior al 25% con contrapartes extranjeras (véase gráfico 3.11), habiendo incrementado así estos últimos su peso de forma significativa sobre el total de la financiación.

**Los depósitos de hogares y empresas acumulan crecimientos positivos en el período 2021-2024, más intensos en el caso de las contrapartes residentes en el extranjero.** Mientras que en estos años los crecimientos observados en los pasivos con contrapartes residentes en España se aproximaron al 10%, estos se situaron entre el 15,9% (hogares) y el 23,3% (empresas) con contrapartes extranjeras (véase gráfico 3.11). Los depósitos de hogares y empresas representaban en diciembre de 2024 un 68,3% y un 49,4% del conjunto de los pasivos financieros en los negocios en España y en el extranjero, respectivamente. En ambos casos constituían la principal forma de financiación (véase anexo 1 y gráfico A2.3.1.3.2 en el anexo 2).

**Desde la crisis financiera global, la ratio de préstamos sobre depósitos del sector privado en España ha descendido de forma sostenida.** Así, en diciembre de 2024 se situó en el 73%, desde los niveles superiores al 150% alcanzados en 2007. En los años de la crisis

<sup>24</sup> Incluye tanto empresas no financieras como financieras distintas de las entidades de crédito.

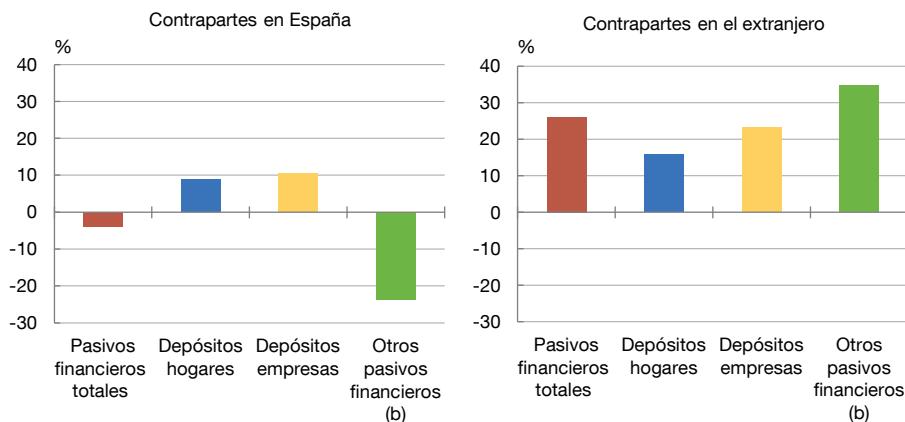
<sup>25</sup> Los pasivos financieros con coste de intereses (el objeto de esta sección) se distinguen del patrimonio neto y de otros pasivos (p. ej., ciertos tipos de provisiones o pasivos fiscales).

<sup>26</sup> Los pasivos financieros son las obligaciones contractuales de entregar efectivo u otros activos financieros a un tercero. Estos incluyen, entre otros, depósitos, bonos emitidos por la entidad, derivados y posiciones cortas en instrumentos financieros.

Gráfico 3.11

**Los pasivos financieros con contrapartes extranjeras crecieron con intensidad en los últimos años, mientras se observa una contracción moderada en aquellos con contrapartes españolas a pesar del incremento de los depósitos de hogares y empresas**

3.11.a Crecimiento acumulado del total de los pasivos financieros y de los depósitos de hogares y empresas con contrapartes españolas y extranjeras entre diciembre de 2021 y diciembre de 2024 (a). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

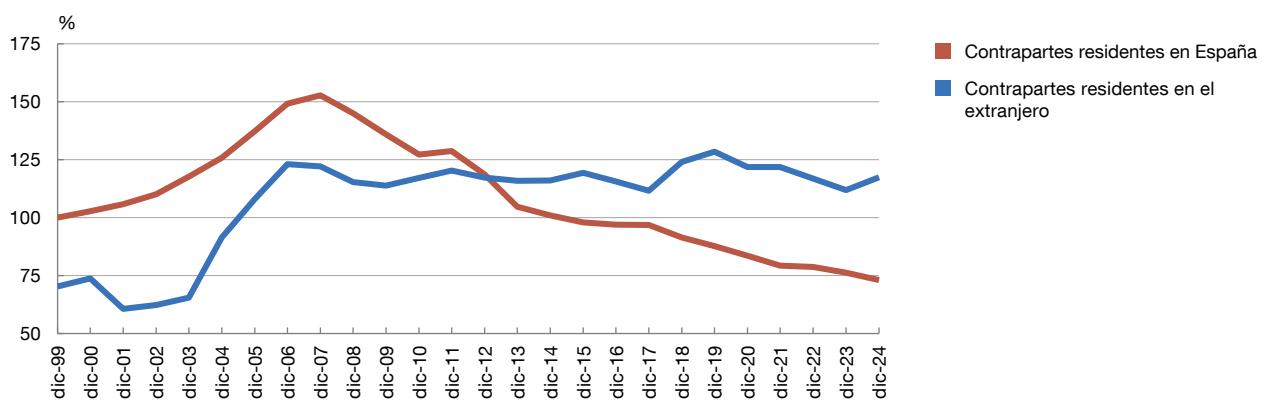
a Se consideran contrapartes directas y se aplica el criterio de residencia para su identificación como españolas o extranjeras.

b «Otros pasivos financieros» incluye la financiación de bancos centrales, depósitos del sector financiero y de las Administraciones Públicas, valores representativos de deuda emitidos y otras partidas con coste de intereses.

Gráfico 3.12

**La ratio de préstamos sobre depósitos del sector privado residente en España ha descendido de manera notable desde la crisis financiera global, mientras que se ha mantenido estable en el negocio con contrapartes extranjeras**

3.12.a Evolución de la ratio préstamos-depósitos del sector privado (a) (b). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a El sector privado incluye hogares, empresas no financieras, trabajadores autónomos (también referidos como empresarios individuales) y entidades financieras no bancarias (por ejemplo, compañías de seguros). En diciembre de 2024, las ratios préstamos-depósitos, considerando exclusivamente hogares y empresas, se situaron en el 75,7 % y el 122,6 % para los negocios en España y en el extranjero, respectivamente.

b Se consideran contrapartes directas y se aplica el criterio de residencia para su identificación como españolas o extranjeras.

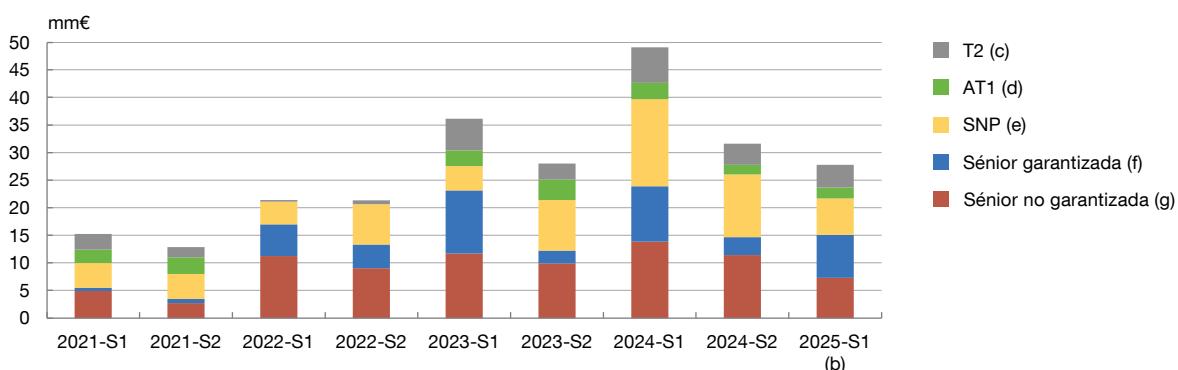
financiera global, la caída de esta ratio vino motivada principalmente por la contracción del crédito, mientras que las reducciones del último lustro se explican fundamentalmente por el crecimiento de los depósitos. En los negocios con contrapartes extranjeras, la ratio se ha mantenido relativamente estable desde 2005, aunque creció ligeramente en 2024 (véase gráfico 3.12).

**Las emisiones de deuda bancaria siguieron mostrando solidez en el último semestre de 2024, superando su volumen en el mismo período de 2023.** Las emisiones de instrumentos sénior no garantizados<sup>27</sup> (elegibles para MREL<sup>28</sup>) y de deuda sénior no preferente

Gráfico 3.13

**Las emisiones de deuda de los bancos españoles se mantuvieron sólidas en el segundo semestre de 2024 y, aunque inferiores al elevado nivel alcanzado en el mismo período del año anterior, también en los primeros meses de 2025**

3.13.a. Volumen semestral de las emisiones en mercado primario (a)



**FUENTES:** Dealogic y Banco de España. Última observación: 12 de mayo de 2025.

- a Se muestra el volumen acumulado semestralmente de emisiones. El primer semestre de 2025 contiene información sobre las emisiones realizadas hasta la última fecha de observación.
- b Incluye las emisiones realizadas hasta la fecha de última observación.
- 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 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 entidad caiga por debajo de un cierto nivel.
- e 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.
- 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.
- g 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.

- 
- 27 La deuda garantizada (incluyendo cédulas hipotecarias) se caracteriza por contar con una garantía adicional o colateral, normalmente una cartera de préstamos hipotecarios, 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. 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.
  - 28 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.

(SNP<sup>29</sup>, elegibles para MREL y TLAC<sup>30</sup>) fueron las más relevantes en este período final de 2024. En los primeros meses de 2025 se incrementó notablemente el volumen de emisiones de deuda senior garantizada, de forma que las diferentes categorías de deuda senior mostraron niveles de emisión muy similares (véase gráfico 3.13). La solidez de las nuevas emisiones, unida a la estructura de vencimientos de la deuda bancaria, permite a las entidades mantener los riesgos de refinanciación de deuda en niveles contenidos (véase gráfico A2.3.1.3.3 en el anexo 2).

### 3.1.4 Crédito

#### *Variación del crédito*

**Tras varios años reduciéndose, el crédito al sector privado residente en España creció moderadamente en 2024<sup>31</sup>.** El comportamiento favorable de la economía española, unido a la trayectoria a la baja en los tipos de interés, ha favorecido este repunte. Tanto las operaciones con hogares como con empresas y autónomos han contribuido a la recuperación del crecimiento en el saldo de crédito. Considerados conjuntamente, estos sectores crecieron un 0,8 % en 2024 (véase gráfico 3.14.a), con contribuciones de 0,6 pp y 0,2 pp, respectivamente, en contraste con las contracciones observadas en 2023. Para una perspectiva temporal más amplia de las tasas de variación del crédito en España, véase gráfico A2.3.1.4.1 en el anexo 2.

**El crédito empresarial creció impulsado por las grandes empresas, mientras que el crédito a hogares lo hizo tanto por la cartera de consumo como por la de vivienda (véanse gráficos A2.3.1.4.2 y A2.3.1.4.3 en el anexo 2).** En el caso de las empresas y autónomos, el saldo de crédito creció un 0,4 % en 2024 gracias a la evolución del destinado a las grandes empresas, que creció un 3,1 %, mientras que el destinado a pymes y autónomos continuó cayendo, si bien de forma mucho más moderada que en el año previo (2,2 % frente a 8,8 % en 2023). Por su parte, en los hogares, el crédito creció un 1,2 % en 2024, en contraste con el descenso del 2,4 % del año anterior, sustentado en una aceleración del crecimiento del segmento de consumo (7,3 % frente a 2,1 % en 2023), que ya se venía observando en los trimestres anteriores, y, también, en un crecimiento del crédito destinado a vivienda (0,5 % frente a -3,2 % en 2023)<sup>32</sup>.

---

29 La deuda senior 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 senior tradicionales.

30 La capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, por sus siglas en inglés) es un requerimiento que han de cumplir las entidades calificadas como Entidades de Importancia Sistémica Mundial (G-SIB, por sus siglas en inglés). Este requerimiento es adicional y similar al del MREL, dado que tiene por objetivo que las entidades de este tipo tengan un volumen suficiente de fondos propios y pasivos elegibles que puedan ser empleados en caso de resolución.

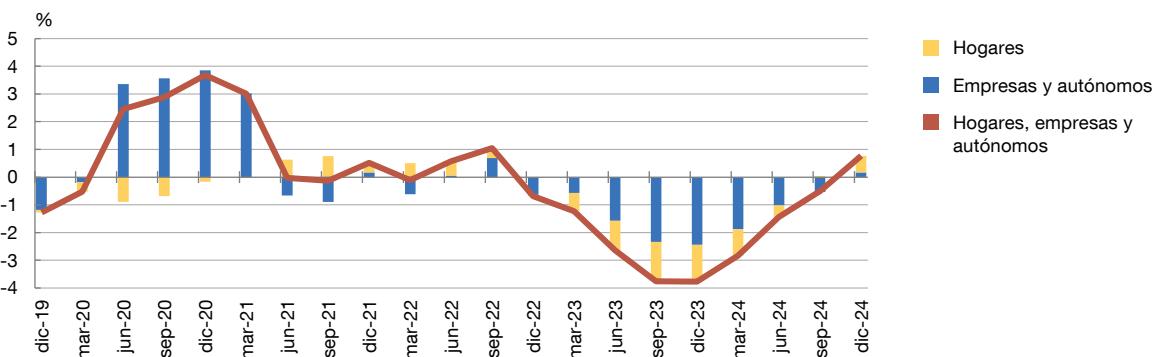
31 El sector privado residente incluye a los hogares, las empresas no financieras, los trabajadores autónomos (también referidos como empresarios individuales) y las entidades financieras no bancarias (por ejemplo, compañías de seguros).

32 El crédito para adquisición de vivienda representaba, en diciembre de 2024, el 80,3 % del crédito total a hogares, mientras que el consumo y el resto de las finalidades pesan, respectivamente, un 13,6 % y un 6,1 %. Debido al elevado peso del crédito a la vivienda en el destinado al conjunto de los hogares, su comportamiento tiene un efecto dominante sobre la evolución del crédito a este sector (véase gráfico A2.3.1.4.2 en el anexo 2).

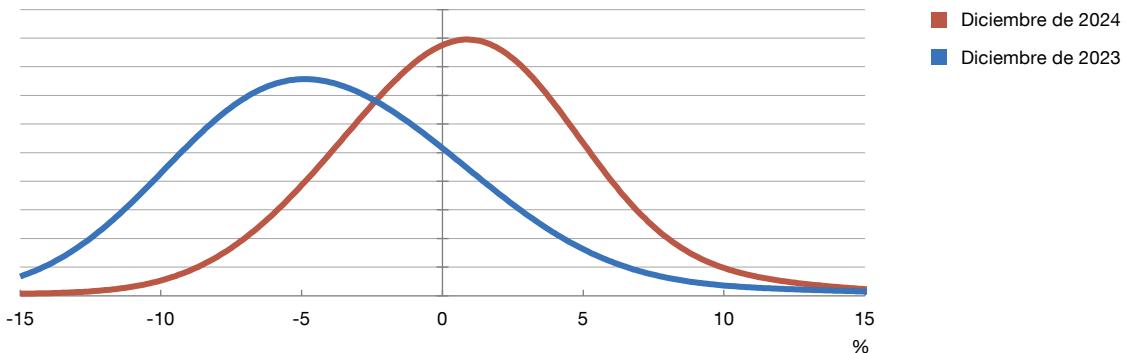
Gráfico 3.14

**El saldo de crédito al sector privado residente en España creció en 2024, contribuyendo a ello tanto el destinado a los hogares como a las empresas y autónomos (a)**

3.14.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 (b)



3.14.b Distribución por entidades de la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España (c). Datos individuales de los negocios en España (b)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

- 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 El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación interanual del crédito para las entidades bancarias españolas, ponderada por el activo total. Dicha función de densidad se approxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de esta y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.



**La evolución más expansiva del crédito en 2024 fue generalizada entre entidades bancarias, si bien se sigue observando un comportamiento heterogéneo entre ellas.** El rango de dispersión entre entidades del crecimiento del saldo de crédito a hogares, empresas y autónomos en España se desplazó significativamente hacia valores más positivos que en 2023 (véase gráfico 3.14.b). Dentro de la distribución de entidades, se observaron tanto crecimientos como disminuciones de saldos.

**La información de encuestas señala un comportamiento dinámico de la demanda de crédito en España, estabilidad en los criterios de concesión y cierta relajación en las condiciones de acceso.** La Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) señala un repunte de la demanda de préstamos por parte de los hogares y las empresas en España durante la segunda

mitad de 2024 y el primer trimestre de 2025 (información previa a los anuncios de política arancelaria de Estados Unidos), siendo especialmente relevante el aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda<sup>33</sup>. El aumento de la demanda por parte de los hogares para compra de vivienda también se observa en el agregado del área del euro, mientras que la demanda por parte de empresas habría disminuido ligeramente en el primer trimestre de 2025 (véase gráfico A2.3.1.4.4 en el anexo 2)<sup>34</sup>. De acuerdo con la EPB, durante la segunda mitad de 2024, los criterios de concesión de préstamos tanto a hogares como a empresas en España habrían permanecido bastante estables, observándose solo un endurecimiento moderado en el crédito a vivienda. En los primeros meses de 2025, no se habrían observado señales ni de relajación ni de endurecimiento en ningún segmento<sup>35</sup>. A nivel del área del euro, estos criterios mostrarían señales opuestas por sectores, habiéndose relajado para el crédito a hogares y endurecido para el crédito a empresas, véase gráfico A2.3.1.4.5 en el anexo 2. Respecto a las condiciones aplicadas en España a los préstamos concedidos tanto a hogares como a empresas, la EPB refleja una relajación durante la segunda mitad de 2024 y en el primer trimestre de 2025. Esta relajación habría sido más pronunciada en los préstamos para adquisición de vivienda por parte de los hogares. Por su parte, la encuesta al acceso de financiación de las empresas (SAFE, por sus siglas en inglés) evidencia una mejoría en la percepción de estas sobre la disponibilidad de financiación bancaria<sup>36</sup>.

**Las últimas cifras disponibles, correspondientes a los primeros meses de 2025, indican que el crecimiento del crédito continúa.** El indicador de impulso, que mide la evolución reciente del saldo de crédito a hogares, empresas y autónomos presentaba un aumento en tres meses de 1,5 pp (en términos anualizados) en marzo de 2025, consolidando la tendencia creciente en el crédito desde mediados de 2024<sup>37</sup>. En el caso de las empresas (véase gráfico 3.15.a), el indicador anualizado se situó en marzo de 2025 en el 4 %, 1 pp por encima del observado para el conjunto de países del área del euro. Por su parte, en el crédito a hogares (véase gráfico 3.15.b), se situó en el 2,8 % en la misma fecha, 0,9 pp por encima de la media de países del área del euro.

**El conjunto del crédito con contrapartes privadas extranjeras creció en 2024 más que en el negocio con contrapartes privadas españolas, pero de forma heterogénea entre**

---

<sup>33</sup> Véase [Nota de prensa del Banco de España](#) sobre los resultados de la EPB del cuarto trimestre de 2024, Banco de España, del 28 de enero de 2025 y [Nota de prensa del Banco de España](#) sobre los resultados de la EPB del primer trimestre de 2025, Banco de España, del 15 de abril de 2025.

<sup>34</sup> Véase “[The euro area bank lending survey – First quarter of 2025](#)”, Banco Central Europeo.

<sup>35</sup> No obstante, la estabilidad reflejada en la EPB podría estar influenciada por el sesgo de endurecimiento que se ha identificado en este tipo de encuestas, lo que sugeriría en realidad cierta relajación de los criterios para conceder préstamos (véase P. Köhler-Ulbrich, H. S. Hempell y S. Scopel. (2016). “[The euro area bank lending survey](#)”. ECB Occasional Paper Series, 179; W. Bassett y M. Rezende. (2015). “[Relation between Levels and Changes in Lending Standards Reported by Banks in the Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices](#)”. FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System).

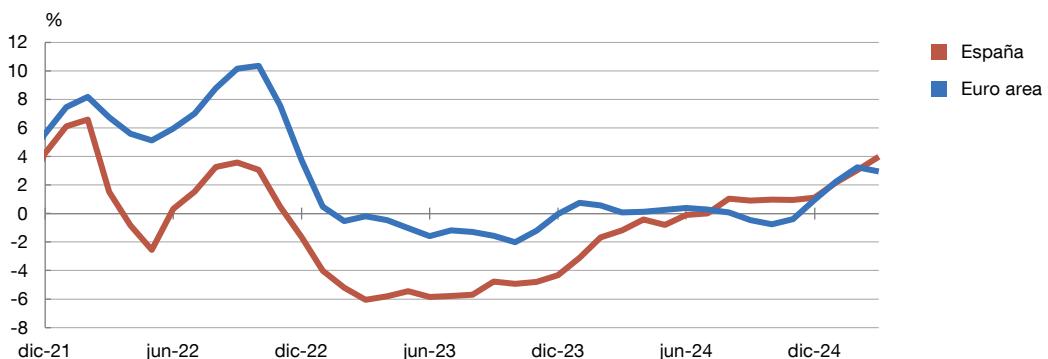
<sup>36</sup> Véase [nota de prensa del Banco de España](#) sobre los resultados de la SAFE del cuarto trimestre de 2024, Banco de España, del 13 de febrero de 2025.

<sup>37</sup> El indicador de impulso muestra la tasa de variación intertrimestral de la media móvil de tres meses del saldo desestacionalizado. Para facilitar la comparación con las tasas de variación interanuales, el indicador de impulso se presenta en términos anualizados. La anualización se calcula suponiendo que se mantuviera el ritmo de variación de los últimos tres meses durante un período de doce meses.

Gráfico 3.15

**El crecimiento del crédito en España a hogares y empresas en los primeros meses de 2025 se mantiene en valores positivos, como viene haciendo desde mediados de 2024 (a)**

3.15.a Indicador de impulso del saldo de crédito a empresas residentes. Datos individuales, negocio doméstico (b)



3.15.b Indicador de impulso del saldo de crédito a hogares y autónomos residentes. Datos individuales, negocio doméstico (b)



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

a Las categorías de empresas y autónomos designan, respectivamente, a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.  
b Se considera el crédito concedido a los sectores privados residentes en el negocio doméstico de las entidades españolas y del área del euro.

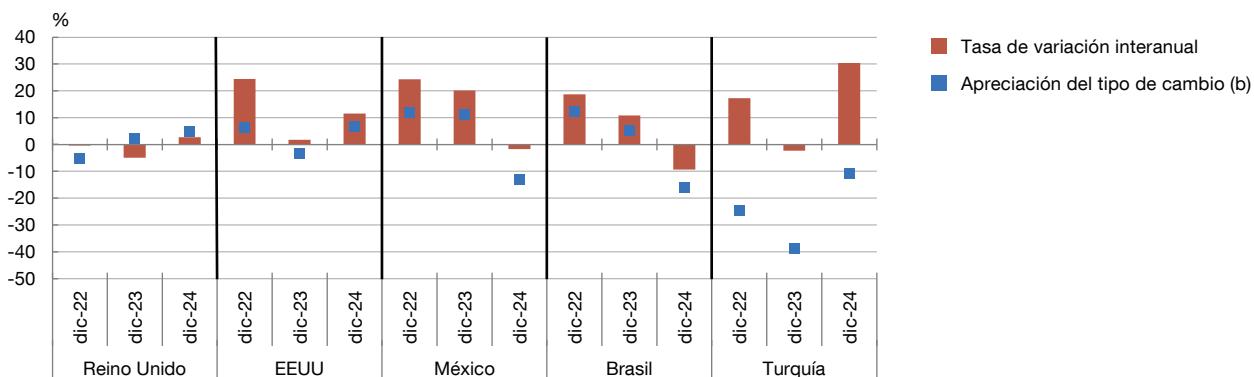
**geografías<sup>38</sup>.** El crédito a nivel consolidado concedido por las entidades españolas a contrapartes privadas extranjeras alcanzó en 2024 una tasa de variación interanual del 6 %. A ello contribuyeron algunas de las principales jurisdicciones donde las entidades españolas desarrollan una parte de su negocio (véase gráfico 3.16). En el caso de Estados Unidos, el crecimiento fue del 11,6 %, en parte motivado por la apreciación del dólar frente al euro, mientras que, en Turquía, la variación superó el 30 % a pesar de la depreciación de su moneda. En Reino Unido, que representa más del 25 % del total del negocio en el extranjero, el crecimiento fue más moderado, mientras que en México y Brasil se observaron descensos, en parte consecuencia de las depreciaciones de sus monedas frente al euro.

<sup>38</sup> El sector privado 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). Las contrapartes se clasifican como españolas o extranjeras en función de la residencia de la misma.

Gráfico 3.16

**El crédito de los bancos españoles a hogares y empresas extranjeras creció en 2024 de forma heterogénea por país de la contraparte y se vio influido por la evolución de los tipos de cambio**

3.16.a Tasa de variación interanual del crédito al sector privado extranjero (a) (expresado en euros) y apreciación de la divisa local respecto del euro. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a El sector privado 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). Se considera el crédito total concedido a los residentes en cada una de las jurisdicciones representadas en el gráfico, independientemente de que se trate de actividad local o transfronteriza.

b Un valor positivo (negativo) indica una apreciación (depreciación) de la moneda local del área geográfica correspondiente con respecto al euro.

### Calidad del crédito

**Dentro de los créditos al sector privado residente en España, tanto los dudosos como los clasificados en vigilancia especial evolucionaron a la baja en 2024.** Así, los créditos dudosos de este sector descendieron un 5,6 % en 2024, acentuando las caídas observadas en 2023. No obstante, en el caso de los hogares se registró en 2024 cierto incremento de los dudosos para la cartera de consumo (3,9 %). Por su parte, los créditos en vigilancia especial<sup>39</sup> se redujeron significativamente, un 15,6 % en tasa interanual. Esta mejora fue generalizada por sectores de actividad o finalidad del préstamo, y consistente con el buen tono de la actividad económica y el descenso de las cargas por intereses sobre renta (véase capítulo 2).

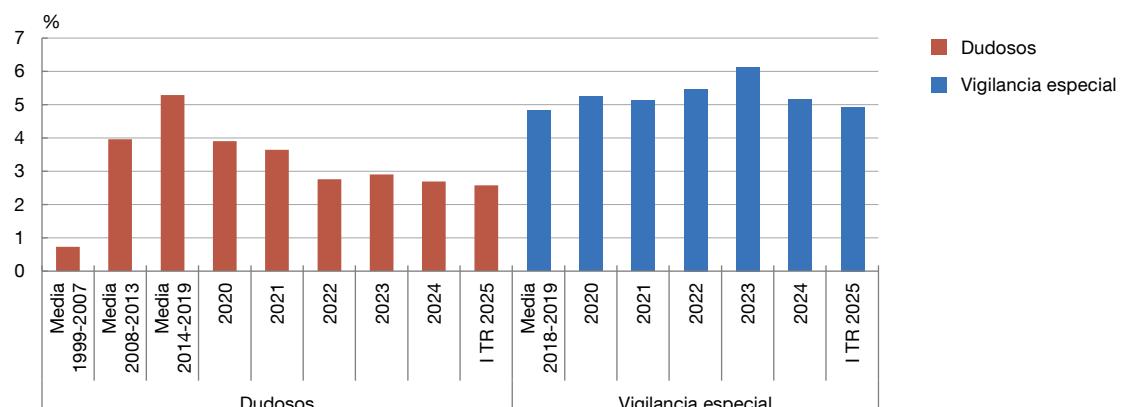
**Las ratios de dudosos y de vigilancia especial del crédito al sector privado residente también descendieron en 2024.** A esto contribuyeron tanto los descensos mencionados de créditos con problemas en estas categorías como el aumento del total de saldo de crédito a este sector. Así, para los créditos al conjunto del sector privado residente, la ratio de dudosos se situó al final del año pasado en el 3,2 % (0,2 pp menos que en 2023) y la de vigilancia especial en el 6,4 % (1,2 pp menos que en 2023). Los descensos fueron más marcados en la ratio de vigilancia especial que en la de dudosos, tanto en el crédito a hogares como en el destinado a empresas y autónomos (véanse gráficos 3.17.a y 3.17.b). En los datos más recientes

39 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.

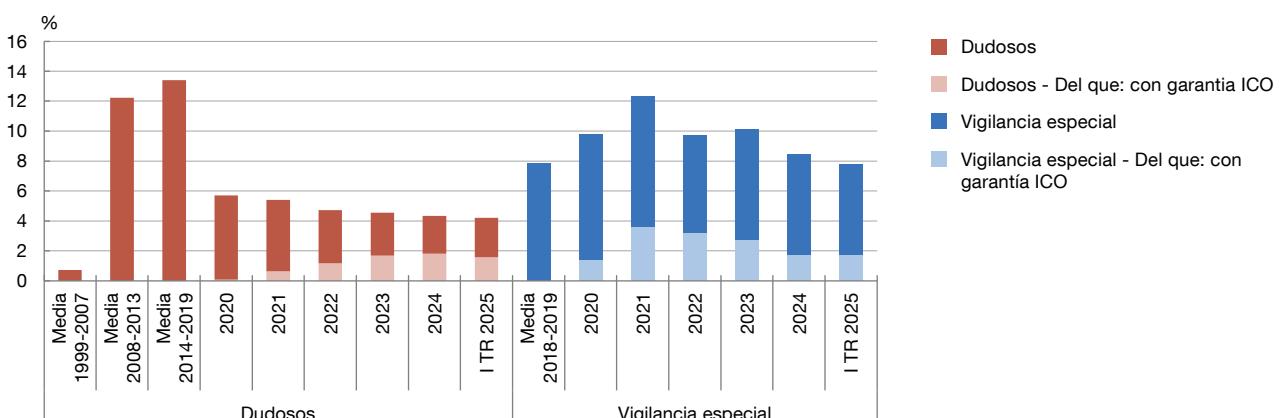
Gráfico 3.17

**Las ratios de dudosos y de vigilancia especial descendieron en 2024 tanto en el crédito para hogares como para empresas, observándose cierta heterogeneidad entre bancos**

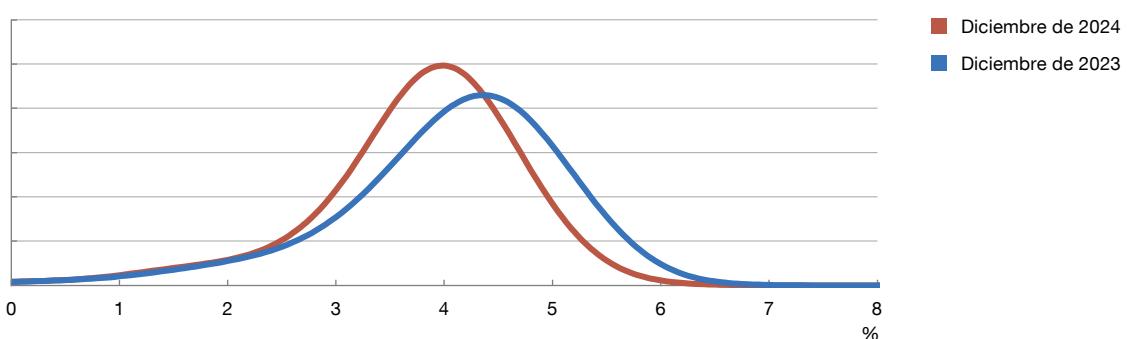
3.17.a Peso del crédito a hogares residentes en España en situación dudosa y de vigilancia especial. Diciembre de cada año y primer trimestre de 2025. Datos individuales de los negocios en España (a)



3.17.b Peso del crédito a empresas y autónomos residentes en España en situación dudosa y de vigilancia especial. Diciembre de cada año y primer trimestre de 2025. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



3.17.c 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) (c)



FUENTE: Banco de España. Última observación: marzo de 2025 (paneles a y b) y diciembre de 2024 (panel c).

- 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.
- c El gráfico muestra la función de densidad de la ratio de activos problemáticos 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.



disponibles (marzo de 2025), la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente continúa la tendencia a la baja, situándose en el 3,1 %.

**En lo que respecta a los créditos con garantía ICO Covid-19<sup>40</sup>, destacó en 2024 la disminución de los clasificados en vigilancia especial.** Así, estos se redujeron en casi un 37 % en tasa interanual, en contraste con un crecimiento de los dudosos de un 7,5 %. De la misma manera, la ratio de préstamos en vigilancia especial de esta cartera descendió 2 pp en 2024, hasta el 20,9 %, y la de préstamos dudosos creció, situándose en el 21,5 % en diciembre, 7,6 pp más que un año antes. Hay que tener en cuenta que, al tratarse de una cartera cerrada (no se conceden nuevos préstamos mientras sí que se producen amortizaciones), el descenso del denominador presiona mecánicamente al alza la evolución de estas ratios<sup>41</sup>. Con respecto al saldo máximo observado desde 2020 de financiación con garantía ICO Covid-19, los préstamos clasificados como dudosos representaban en marzo de 2025 cerca del 9 % y una proporción algo más baja en el caso de los clasificados en vigilancia especial. Adicionalmente, los préstamos con garantía ICO Covid-19 siguen representando una proporción significativa<sup>42</sup>, aunque decreciente, de las ratios de dudosos y vigilancia especial del total de crédito a sectores empresariales (véase gráfico 3.17.b), lo que justifica continuar su monitorización.

**La DANA que afectó a España a finales de octubre de 2024 no ha perturbado significativamente la evolución de la calidad del crédito a nivel nacional, pero este fenómeno tiene implicaciones sistémicas a nivel local.** Esta catástrofe, que golpeó especialmente a la provincia de Valencia, causó una importante pérdida de vidas y daños devastadores en los municipios que la sufrieron. El impacto a nivel nacional sobre el riesgo de crédito está limitado por la escala local de la catástrofe. Así, el crédito a hogares y empresas vinculados a los municipios afectados representa aproximadamente el 2 % del total nacional. Sin embargo, estos créditos representaban más del 40 % del saldo concedido a estos sectores en la provincia de Valencia en septiembre de 2024, antes de la catástrofe, y aproximadamente el 50 % de las viviendas y empresas vinculados a crédito de los municipios afectados están en zonas que sufrieron directamente inundación o riada o en su proximidad<sup>43</sup>. Con los datos

---

40 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 90.000 millones de euros a mediados de 2021.

41 De haberse mantenido constante el tamaño de la cartera (denominador de la ratio) en su valor de diciembre de 2023, la proporción de los activos dudosos sobre el total se habría incrementado en solo 1 pp hasta el 14,9 %. Bajo este mismo supuesto, la ratio de préstamos en vigilancia especial sobre el total se habría reducido en 8,4 pp, hasta el 14,5 %.

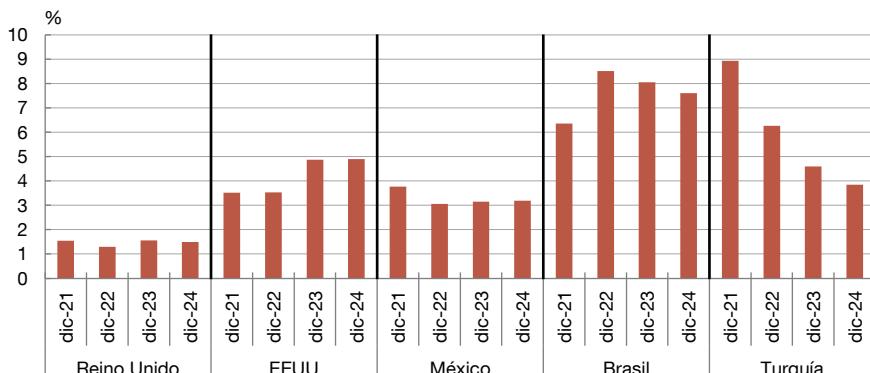
42 Los créditos dudosos con garantía ICO Covid-19 representaban en diciembre de 2024 algo más del 40 % de los créditos dudosos totales a sociedades no financieras y empresarios individuales, lo que se traducía en una contribución de 1,8 pp sobre una ratio total de dudosos del 4,3 % para estos sectores. En cuanto a los créditos en vigilancia especial, las operaciones con garantía ICO Covid-19 representaban cerca del 21 % del total en esta condición con contrapartes empresariales. Esto se traducía en una contribución de 1,8 pp sobre una ratio total de vigilancia especial del 8,5 % para estos sectores.

43 Mediante la combinación de información cartográfica en la base de datos Copérnico y la Central de Información de Riesgos del Banco de España se estima la proporción de viviendas y de domicilios de empresas asociadas a créditos en las zonas directamente impactadas por inundaciones y riadas, y en su proximidad (500 metros).

Gráfico 3.18

**La calidad del crédito con hogares y empresas extranjeras se mantuvo estable en 2024**

3.18.a Ratio de dudosos del crédito al sector privado residente de las entidades bancarias españolas, por países. Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a. 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). Se considera el crédito total concedido a los residentes en cada una de las jurisdicciones representadas en el gráfico, independientemente de que se trate de actividad local o transfronteriza.

disponibles hasta febrero de 2025, solo se aprecia a nivel local un aumento limitado en los acreditados dudosos a partir de diciembre de 2024 y un repunte transitorio de los clasificados en vigilancia especial. Las amplias medidas de apoyo público y el sostenimiento del crédito a las zonas afectadas, apoyado en parte por avales del ICO y un programa de moratorias, pueden ayudar a limitar efectos negativos adicionales<sup>44</sup>. No obstante, la experiencia previa con desastres naturales indica que los impactos sobre la calidad del crédito pueden aparecer de forma retardada y que es necesario mantener la monitorización<sup>45</sup>.

**La distribución entre entidades de las ratios de créditos dudosos se desplazó en 2024 hacia menores niveles de la ratio.** Al mismo tiempo se ha reducido algo la heterogeneidad, pasando a presentar un patrón algo más concentrado en torno a una menor media (véase gráfico 3.17.c). Esta evolución muestra que la mejora de la calidad crediticia ha sido generalizada.

**La calidad crediticia de los préstamos a hogares y empresas extranjeras se mantuvo estable en 2024.** Las ratios de dudosos se han mantenido en niveles similares a los de 2023 para esta clase de contrapartes en la mayoría de los países de importancia material para el negocio de los bancos españoles, observándose descensos adicionales en Turquía y Brasil (véase gráfico 3.18).

44 Para un resumen de todas las medidas impulsadas desde el Consejo de Ministros, véase *La Moncloa* (2025). Para más información de las medidas estatales y de las adoptadas a nivel autonómico por la Generalitat Valenciana, véase la sección web “Afectados por la DANA” en la página web de esta administración.

45 Para un análisis más detallado de los efectos de la DANA de octubre de 2024 sobre el crédito a hogares y empresas, véase Pérez Montes, C., García Villasur, J., Gutiérrez de Rozas, L., Jiménez, G., Lavín, N., Matyunina, A., y R. Vegas (2025), *El impacto de la DANA de octubre de 2024 desde una perspectiva de estabilidad financiera*. Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España. De próxima publicación.

### 3.1.5. Condiciones de financiación y liquidez

#### *Coste del pasivo*

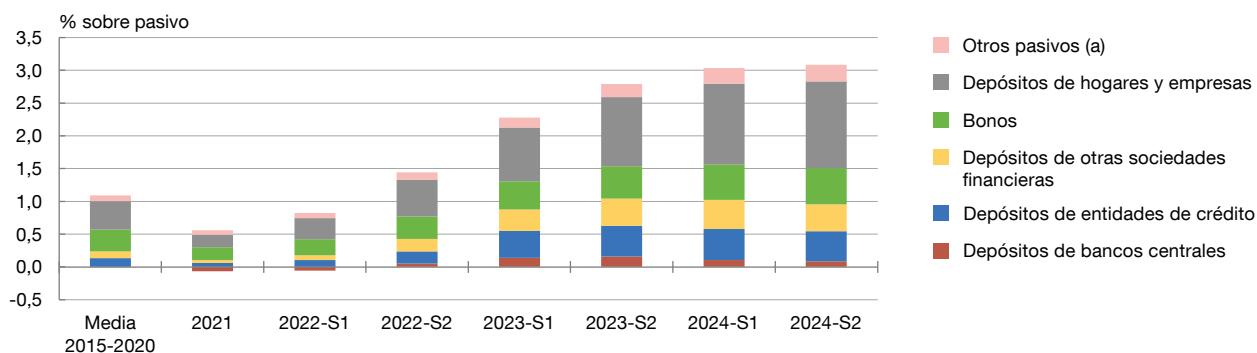
**El coste medio del pasivo bancario se mantuvo estable en torno al 3,1 % en el segundo semestre de 2024, en un contexto de reducción de los tipos de interés de referencia<sup>46</sup>.**

La contribución de las diferentes partidas del pasivo a su coste medio se mantuvo relativamente estable con respecto al primer semestre de 2024. Destaca la contribución de los depósitos de hogares y empresas (véase gráfico 3.19.a) debido a su elevado volumen (véase anexo 1 y gráfico A2.3.1.3.2 en el anexo 2) y a pesar de mantener un coste unitario contenido, como se discute más adelante. El mantenimiento del coste medio del pasivo, junto con la caída de los tipos de interés de referencia en este período, que alcanzó los 79 pb en el caso del euríbor a doce

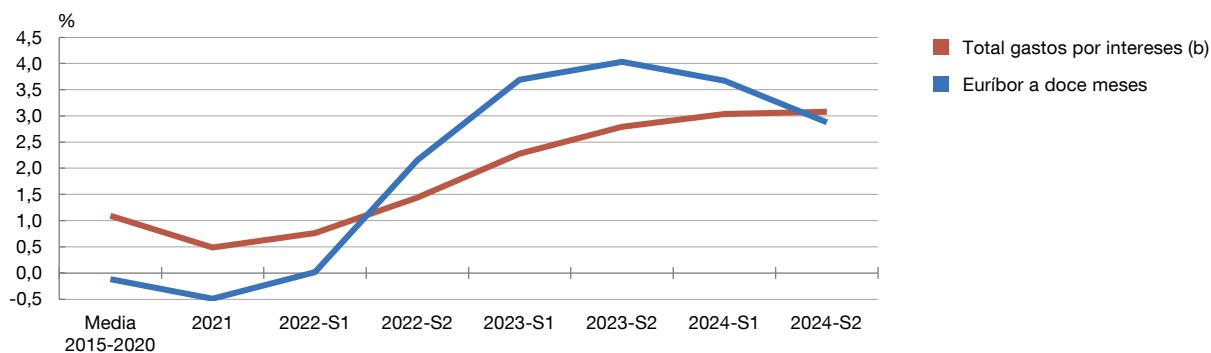
Gráfico 3.19

**En un contexto de caída de los tipos de interés de referencia, el coste medio del pasivo se mantuvo estable en el segundo semestre de 2024**

3.19.a Gastos por intereses sobre pasivo. Datos consolidados



3.19.b Gastos por intereses sobre pasivo y euríbor a doce meses. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

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.



46 A estos efectos, el coste medio del pasivo se define como los gastos (netos de ingresos) en concepto de intereses asociados al conjunto de pasivos, en términos anualizados y divididos entre el pasivo total medio.

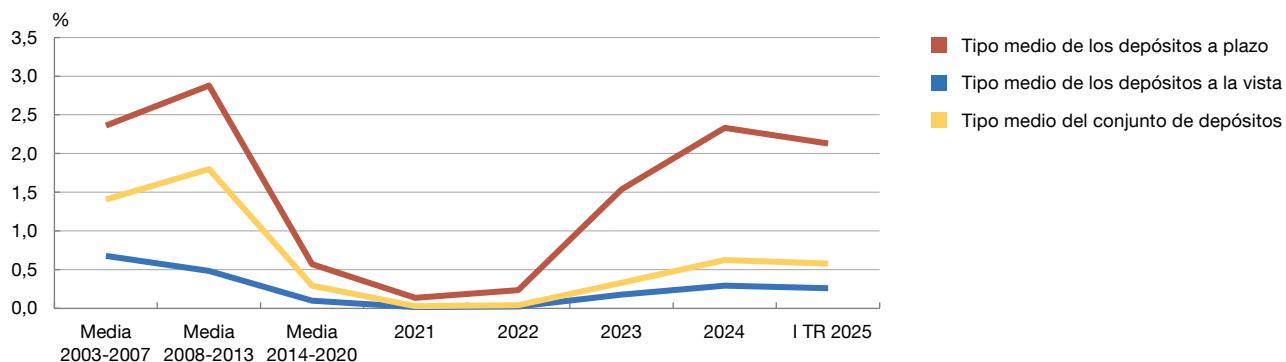
meses, ha cerrado el diferencial positivo con el que contaban las entidades españolas en los últimos años (véase gráfico 3.19.b). Este diferencial se debía en buena medida a su modelo de financiación minorista, que contribuyó a una traslación limitada de las subidas de los tipos de interés oficiales al coste de financiación, pero que ahora puede contribuir también a un ajuste más lento en el corto plazo ante su bajada. En cualquier caso, de acuerdo con los resultados publicados por los principales bancos cotizados, los gastos por intereses habrían reducido, en términos interanuales, su peso sobre el pasivo en el primer trimestre de 2025, siendo esperable un descenso adicional en el resto del año (véase cuadro A2.3.1.1.2 en anexo 2).

**El coste medio de los depósitos de hogares y empresas a nivel consolidado creció ligeramente en la segunda mitad de 2024.** A este crecimiento contenido contribuyó el trasvase de depósitos a la vista hacia plazos más largos, suponiendo estos últimos un 24 % del total al final de 2024 (1,6 pp más que en diciembre de 2023). Así, el coste medio de los

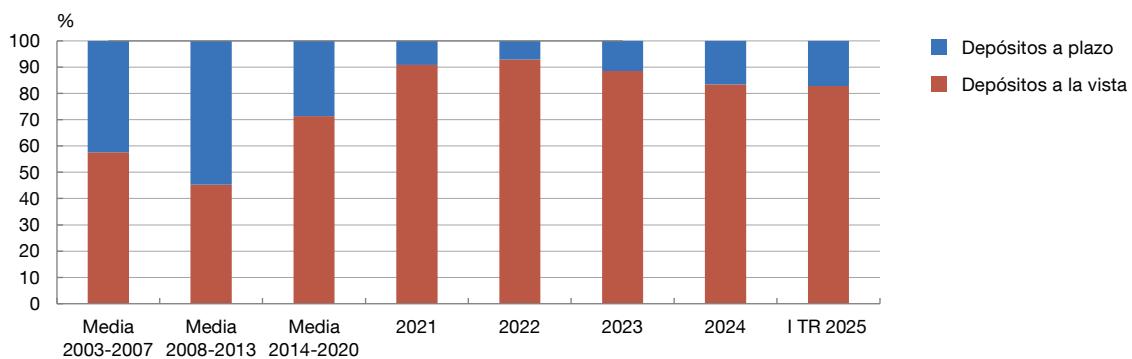
Gráfico 3.20

**En el negocio en España, el predominio de las operaciones a la vista ha seguido conteniendo el coste medio de los depósitos**

3.20.a Evolución de los tipos medios de los depósitos de hogares y empresas no financieras. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)



3.20.b Evolución del peso de los depósitos a la vista y a plazo del sector privado no financiero. Datos individuales de los negocios en España (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: marzo 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.



depósitos de hogares y empresas alcanzó el 2,3 % en el segundo semestre del año pasado, una décima más que en los seis meses precedentes. La inercia asociada al coste de estos depósitos explicaría que el coste medio del pasivo no refleje todavía la evolución a la baja de los tipos oficiales en la mayoría de las jurisdicciones en que operan las entidades. No obstante, los depósitos bancarios son una fuente de financiación sustancialmente más barata que otras alternativas y siguen contribuyendo a contener el nivel del coste medio del pasivo.

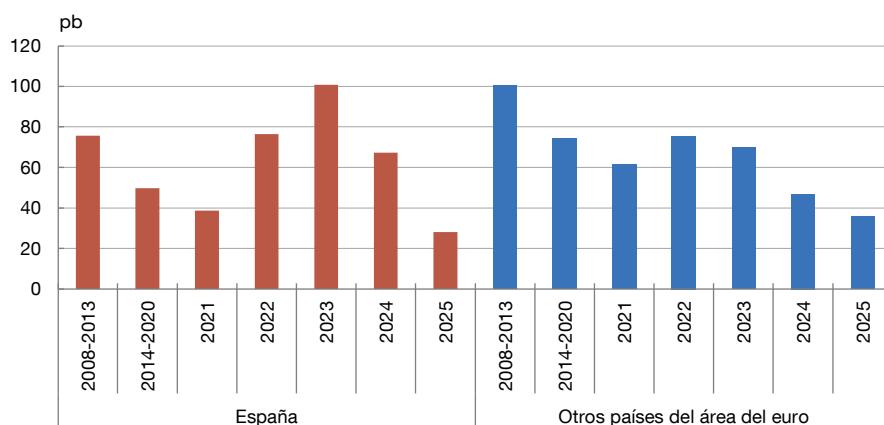
**En los negocios en España<sup>47</sup>, la remuneración media de los depósitos de hogares y empresas se mantuvo en niveles reducidos en 2024 (0,6 %), por debajo de lo observado a nivel consolidado (2,2 %).** La remuneración media de los depósitos a plazo a estas contrapartes alcanzó en España el 2,4% en 2024, un nivel cercano al observado en episodios pasados comparables de subida de los tipos de interés de referencia. Sin embargo, estos depósitos todavía representan una fracción pequeña del conjunto de depósitos de hogares y empresas, lo que limita su impacto en el coste medio de esta clase de pasivos (véase gráfico 3.20.a). En particular, el peso de los depósitos a plazo se situaba en un 16,9 % en diciembre de 2024, 10,3 pp más que al inicio del endurecimiento monetario, pero todavía lejos de los valores históricos medios (véase gráfico 3.20.b). Los últimos datos disponibles muestran que la remuneración media de los depósitos habría empezado a descender en el primer trimestre de 2025, situándose por debajo de su nivel medio en 2024.

**El coste medio del saldo de la deuda bancaria emitida aumentó ligeramente en el segundo semestre de 2024.** El vencimiento de emisiones antiguas, efectuadas a tipos reducidos, y su

Gráfico 3.21

**El diferencial del coste de emisión de la deuda séior no garantizada respecto al bono soberano se redujo en 2024 y en los primeros meses de 2025, tanto para los bancos españoles como para otros bancos europeos**

3.21.a Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda séior no garantizada emitidos por las principales entidades españolas y de otros países europeos (a)



FUENTES: CSDB, Dealogic, Eikon Refinitiv. Última observación: marzo 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, ponderando 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.

47 Se consideran las operaciones llevadas a cabo por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.

sustitución por nuevas emisiones de deuda en un contexto de tipos de interés todavía elevados, situó el coste medio del saldo de la deuda emitida de las entidades españolas en la segunda mitad de 2024 en el 4,3 %, 11 pb por encima del coste observado seis meses antes.

**En las nuevas emisiones de deuda sénior no garantizada realizadas en 2024 y en el primer trimestre de 2025, el diferencial del coste de emisión con respecto a la deuda soberana con vencimiento equivalente se redujo de forma general para los principales bancos europeos.** En el conjunto de 2024, este diferencial fue de 67 pb en el caso de las principales entidades españolas, 34 pb inferior al diferencial observado durante el año 2023. Entre el resto de entidades europeas de mayor importancia, dicha reducción alcanzó los 23 pb, situándose el diferencial medio en 47 pb (véase gráfico 3.21). En el primer trimestre de 2025 se han observado reducciones adicionales, que han sido notables en el caso de las entidades españolas. Esta tendencia decreciente se observó también para las emisiones de deuda sénior no preferente (SNP) (véase gráfico A2.3.1.5.1 en el anexo 2), que representan —junto a las emisiones sénior no garantizadas— el grueso de las nuevas emisiones en los últimos años. Comparando en un horizonte temporal más amplio, los diferenciales de las entidades españolas y de otras entidades europeas se sitúan en niveles mínimos desde la crisis financiera global.

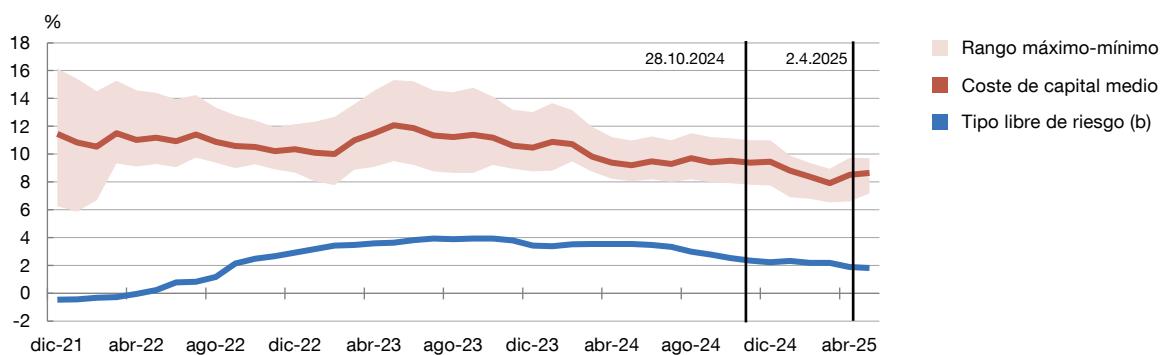
### Coste de capital

**El coste de capital se mantuvo estable durante la segunda mitad de 2024, mostró una caída en los primeros meses de 2025 y repuntó ligeramente en abril.** El coste de capital de las entidades españolas ha descendido en torno a 0,8 pp desde la publicación del último

Gráfico 3.22

**A pesar de un pequeño repunte en abril, el coste de capital se redujo ligeramente en la parte inicial de 2025, contribuyendo a contener el coste agregado de financiación del sector bancario español**

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



**FUENTES:** Banco de España, Refinitiv Eikon, Datastream y Consensus Economics. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último *Informe de estabilidad financiera*; 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo 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 Juettnner-Nauroth (2005), Ohlson y Juettnner-Nauroth (2005) simplificado, Fuller-Hsia (1984) y Altavilla et al. (2021). Véase L. Fernández Lafuerza y M. 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.

IEF, situándose entre el 6,7 % y el 9,8 %. La caída se concentró entre enero y marzo de 2025, observándose un repunte de en torno a 0,7 pp en abril, tras el anuncio de los aranceles en Estados Unidos. El nivel actual es moderado en términos históricos e inferior al observado en diciembre de 2023 (véase gráfico 3.22)<sup>48</sup>. El rango de estimaciones del coste de capital se sitúa claramente por debajo del ROE del sistema bancario español (14,1 % en 2024, véase sección 3.1.1). Esta caída en el coste de capital contribuiría a contener el coste agregado de financiación del sector bancario español.

### *Liquidez*

**Las entidades españolas mantienen niveles holgados de sus ratios de liquidez y de financiación estable.** En diciembre de 2024, la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) para las principales entidades bancarias españolas se situó en el 167,9 %, 10,5 pp por debajo del nivel alcanzado un año antes, pero ampliamente por encima del mínimo regulatorio del 100 % exigido, y también superior a la LCR media de las principales entidades bancarias europeas (163,4 % en diciembre de 2024). En marzo de 2025, último dato disponible, esta ratio descendió ligeramente hasta situarse en el 161 %. Por su parte, la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés), que mide la capacidad de financiación de las entidades a más largo plazo, aumentó ligeramente hasta el 132,9 % en 2024 (frente al 131,2 % de diciembre de 2023), ampliando con ello la distancia respecto al umbral del 100 % exigido y frente a la ratio media de las principales entidades europeas (127,1 % en diciembre de 2024) (véase gráfico 3.23.a). En el primer trimestre de 2025, esta ratio aumentó ligeramente hasta el 133,3 %.

**Los bancos españoles mantienen en las distintas divisas significativas en las que operan activos líquidos y financiación estable por encima de las potenciales necesidades de estos recursos.** De forma sostenida en el tiempo, con la información disponible hasta marzo de 2025 se observan ratios de cobertura de liquidez superiores al 100 % tanto en euros como en el resto de monedas significativas. En términos de ratio NFSR, también se observan a lo largo del tiempo niveles por encima del 100 % en las distintas divisas, en particular en euros y dólares estadounidenses.

**En otros sistemas bancarios europeos, se observa una mayor asunción de riesgos de financiación en dólares que en el caso español.** De acuerdo con un estudio comparativo de la EBA, con datos para diciembre de 2023, los bancos españoles mantenían una ratio NSFR en dólares estadounidenses del 116 %, frente a niveles inferiores al 100 % para Francia,

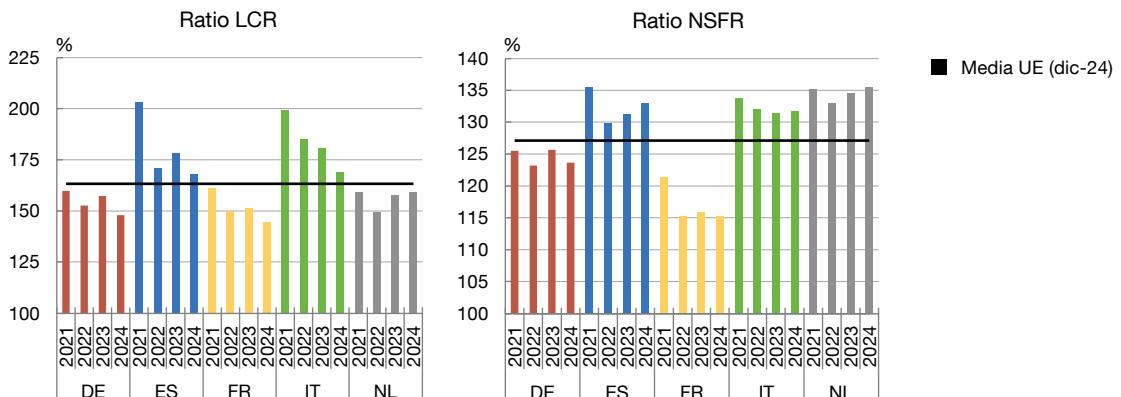
---

<sup>48</sup> El coste de capital es el retorno 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.

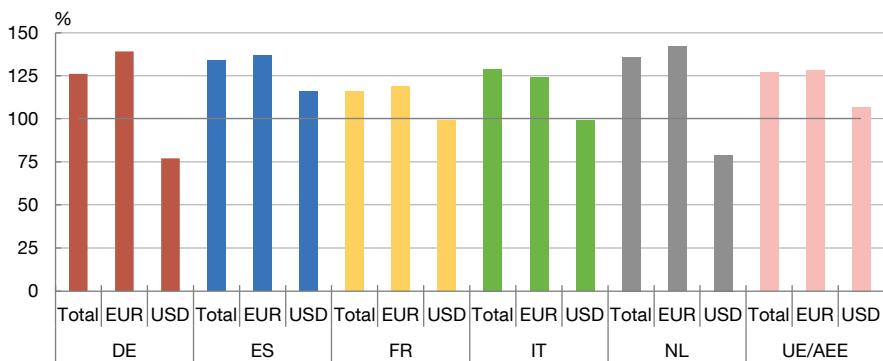
Gráfico 3.23

**Las ratios de liquidez y financiación estable de los bancos españoles se han mantenido en niveles holgados tanto en términos agregados como por divisa, situándose de forma general por encima de los niveles de los principales sectores bancarios europeos**

3.23.a Comparativa europea de las ratios LCR y NSFR entre 2021 y 2024. Datos consolidados (a)



3.23.b Comparativa europea de las ratios NSFR, desglose por divisa. Diciembre de 2023. Datos consolidados (b)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2024 (panel a) y diciembre de 2023 (panel b).

a) Datos correspondientes a una muestra de las principales entidades de cada país. El nivel mínimo de estas ratios requerido a nivel consolidado por la regulación es del 100 %.

b) Datos correspondientes al conjunto de entidades bancarias de cada país.



Italia, Países Bajos y Alemania<sup>49</sup>. Estos dos últimos países mantenían ratios NSFR inferiores al 80 %. De forma general, en el conjunto de la Unión Europea, las ratios NSFR correspondientes a posiciones en euros son más elevadas que en dólares estadounidenses (véase gráfico 3.23.b). De acuerdo con este estudio, a finales de 2023, el 66 % de la financiación estable disponible de los bancos de la UE/EEA estaba denominado en euros, mientras que el 20 % lo estaba en dólares estadounidenses, el 3 % en libras esterlinas, y ninguna otra moneda significativa excedía el 2,5 %. Para los bancos españoles, el 69,3 % de la financiación estable a esa fecha se encontraba denominada en euros, siendo las principales divisas extranjeras en las que se ha recibido financiación la libra esterlina, el dólar estadounidense, el peso mexicano, el real brasileño, el peso chileno y la lira turca. Ninguna de estas divisas excedía un peso del 11 % sobre el total de financiación estable de los bancos españoles. En el caso español, esta

<sup>49</sup> Véase EBA. (2025). “EBA Report – Analysis On EU/EEA banks funding structure and their dependence on asset and liability exposures in foreign currency”.

estructura por divisas de la financiación estable ha experimentado solo cambios moderados hasta marzo de 2025, última fecha de datos disponible.

**Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el seguimiento del nivel agregado de liquidez requiere ser complementado con un análisis más granular y que considere, además, su interacción con los riesgos para la solvencia.** El recuadro 3.2 presenta nuevos desarrollos analíticos sobre riesgo de liquidez implementados por el Banco de España en el ámbito de la estabilidad financiera. En primer lugar, se examina la distribución en el tiempo y entre divisas de los impactos de escenarios de salidas de liquidez. Así mismo, se analiza la medida en que la venta de activos líquidos o su pignoración en el banco central durante una crisis de liquidez se puede trasladar a presiones de solvencia.

## 3.2 Sector financiero no bancario

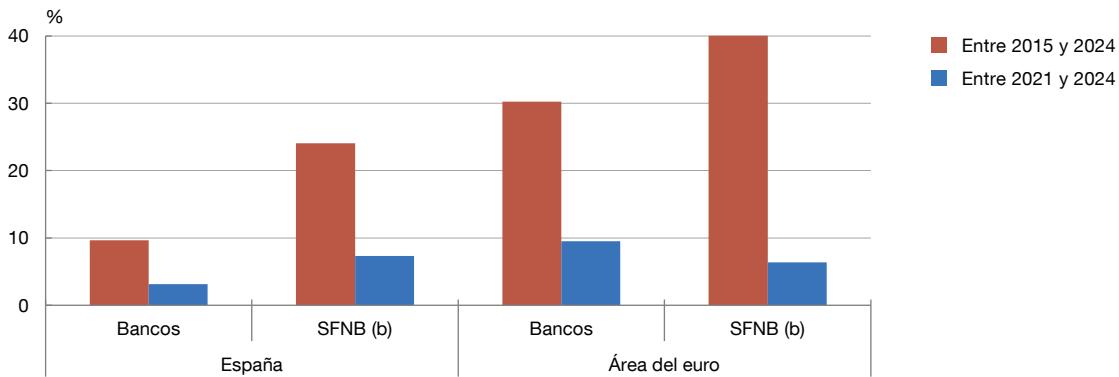
### *Evolución del conjunto del sector financiero no bancario*

**Durante la última década, el sector financiero no bancario (SFNB) ha crecido más que el sector bancario, tanto en España como en el conjunto del área del euro, donde su expansión ha sido mayor.** De forma más reciente, desde el final de 2021 el volumen de activo del SFNB ha presentado también una evolución expansiva tanto en España como en el

Gráfico 3.24

**En la última década, el sector financiero no bancario ha crecido más que el sector bancario, tanto en España como, especialmente, en el conjunto del área del euro**

3.24.a Crecimiento del activo total de los sectores financieros bancario y no bancario en España y en el área del euro. Datos a nivel no consolidado (a)



**FUENTES:** Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: diciembre de 2024.

- a En el cuarto trimestre de 2024, el activo total no consolidado de las entidades bancarias y del sector financiero no bancario (SFNB) en España fue 3.093 y 1.579 mm de euros, respectivamente. Los correspondientes valores para el conjunto del área del euro fueron 38.559 y 57.498 mm de euros, respectivamente.
- b El sector financiero no bancario (SFNB) incluye los fondos del mercado monetario, los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios. A su vez, esta última subcategoría incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las SGIIC, 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.

área del euro (véase gráfico 3.24), creciendo un 7,4 % y un 6,4 % respectivamente. Por su parte, desde 2021, el incremento del tamaño del sector bancario ha sido más moderado en España, con un 3,1 %, pero más importante en el área del euro, con un 9,5 %. Al final del cuarto trimestre de 2024, el peso relativo del SFNB sobre el activo total del sistema financiero español alcanzaba el 33,8 %, 26 pp menos que el peso relativo equivalente de 59,9 % en el área del euro (véase gráfico A2.3.2.1 en el anexo 2). En general, el crecimiento del SFNB ha estado liderado por los fondos de inversión, cuyo activo total aumentó en España y en el área del euro desde finales de 2021 en un 23 % y un 11,6 %, respectivamente. Estas tendencias son análogas a las observadas a nivel global<sup>50</sup>. El gráfico A2.3.2.2 del anexo 2 proporciona más información de los crecimientos por categorías de intermediarios financieros no bancarios tanto para España como para el conjunto del área del euro.

#### *Fondos de inversión*

**El activo total de los fondos de inversión españoles aumentó de forma notable en 2024.** En concreto, entre el último trimestre de 2023 y el mismo período de 2024 el activo total de los fondos de inversión tanto monetarios como no monetarios domiciliados en España aumentó un 16,3 %, continuando con la tendencia ascendente observada ya en 2023.

**A lo largo de 2024, el peso de la renta variable siguió disminuyendo a favor de la renta fija entre los fondos de inversión domiciliados en España, aunque a menor ritmo que en el año previo<sup>51</sup>.** Así, el peso de estas tenencias sobre total activo decreció en 1,1 pp en términos interanuales hasta diciembre de 2024, frente a una caída de 3,6 pp en el mismo período del año anterior. El peso de las tenencias de renta fija creció, pero a menor ritmo (0,1 pp frente a 5,3 pp en 2023)<sup>52</sup>. El peso del resto de activos también creció ligeramente. De esta forma, en el cuarto trimestre de 2024, las tenencias de renta fija, renta variable y resto de inversiones constituyan respectivamente el 46,8 %, 43,7 % y 9,5 % del activo total de los fondos de inversión domiciliados en España.

**El crecimiento de las inversiones en renta fija en el último año ha sido desigual en términos de sector emisor.** Mientras que durante 2023 el aumento del peso de la renta fija estuvo liderado por el crecimiento de las tenencias de deuda pública, durante 2024 el principal factor de crecimiento ha sido el aumento en las tenencias de valores emitidos por bancos (1,5 pp) y por sociedades no financieras (1,0 pp), reduciéndose el peso de la deuda pública (-3,1 pp).

<sup>50</sup> Véase el *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation* del Financial Stability Board de diciembre de 2024 y el capítulo 1 del *Global Financial Stability Report* del FMI de octubre de 2024.

<sup>51</sup> La renta variable incluye acciones cotizadas, acciones no cotizadas, otras participaciones en el capital y participaciones en otros fondos de inversión.

<sup>52</sup> La renta fija incluye valores representativos de deuda, tanto a corto como a largo plazo.

**Esta desaceleración en la recomposición de la cartera de los fondos de inversión hacia la renta fija ha coincidido con una evolución reciente a la baja de la remuneración de estos instrumentos.** En particular, tras el fuerte crecimiento desde mediados de 2022, la remuneración de la renta fija se estabilizó hacia finales de 2023 y comenzó a descender desde mediados de 2024, reflejando la evolución de los tipos de interés de política monetaria.

**Los fondos de inversión podrían tener que afrontar correcciones de valor tanto en activos de renta fija como variable.** Este riesgo para el sector aparece asociado al contexto de primas de riesgo comprimidas en los mercados de ambos tipos de activo, de forma más intensa en los de renta variable (véase capítulo 4), y al nivel general elevado de riesgos de mercado (véase capítulo 5). Del análisis del capítulo 4, se deduce que las posibles correcciones serían heterogéneas por clase de activo, con mayor riesgo en la renta variable de Estados Unidos y en los bonos corporativos de alto rendimiento, tanto de ese país como europeos. Estas correcciones, a su vez, pueden propiciar ventas de activos tanto en uno como en otro segmento. Con la información disponible hasta la fecha, el sector habría absorbido de forma ordenada el impacto de las turbulencias experimentadas en los mercados financieros en abril y estos escenarios de riesgo no se han materializado.

**El apalancamiento de los fondos de inversión abiertos<sup>53</sup> domiciliados en España presenta valores inferiores a los del conjunto de la UE<sup>54</sup>.** Así, esta métrica se situó respectivamente en el 1,13 y el 1,44 en 2023 (últimos datos disponibles) para los fondos abiertos españoles y del total de la UE<sup>55</sup>. El apalancamiento observado fue menor para los fondos de inversión abiertos de Estados Unidos, con una métrica de 1,08 en 2023.

**Los fondos de inversión abiertos de renta fija y los fondos abiertos mixtos españoles están expuestos al riesgo de liquidez a un nivel comparable al de sus homólogos globales.** En particular, en el caso de los fondos abiertos de renta fija, la mediana de la distribución española de su indicador de liquidez se situó en el 1,958 en 2023, un 0,77 % por encima del valor correspondiente a la distribución global, 1,943 (véase gráfico 3.25)<sup>56</sup>. Esta diferencia fue tan solo ligeramente mayor, un 0,98 %, en el caso de los fondos abiertos mixtos, con una mediana de 1,956 y de 1,937 para las distribuciones española y global, respectivamente. Las diferencias en los percentiles 25 y 75 de la distribución también son mínimas.

---

53 Los fondos de inversión abiertos son redimibles a la vista, y los inversores pueden, salvo que se hayan establecido algunas excepciones, liquidar su participación en ellos en cualquier momento durante su vigencia.

54 La medida de apalancamiento utilizada se define como la suma de toda la cartera, más el nocional de todos los contratos de derivados, con respecto al valor liquidativo del fondo de inversión, es decir, con respecto al valor total de sus activos menos sus pasivos.

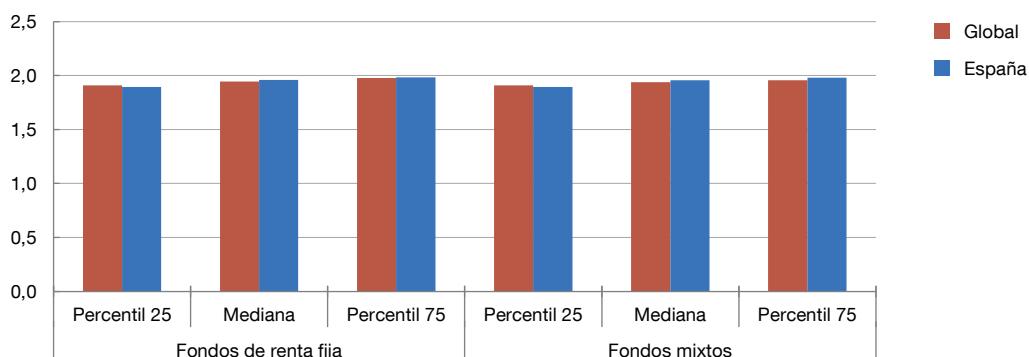
55 Los fondos de inversión abiertos representan un 97 % del activo total del sector de los fondos de inversión no monetarios en España.

56 El indicador de liquidez se define como la ratio de i) activos financieros totales menos activos líquidos más pasivos a corto plazo más participaciones reembolsables sobre ii) activos financieros totales. Este indicador toma un valor de 1 cuando no hay transformación de liquidez (todas las demandas de liquidez a corto plazo están respaldadas por activos líquidos) y un valor de 2 cuando los activos no son líquidos y están totalmente financiados por pasivos a corto plazo.

Gráfico 3.25

**Los fondos de inversión abiertos de renta fija y mixtos españoles presentan niveles de exposición al riesgo de liquidez similares a los de sus homólogos globales**

3.25.a Percentiles del indicador de liquidez para fondos de inversión abiertos globales y en España (a)



FUENTES: CNMV y FSB. Última observación: 2023.

a El indicador de liquidez se calcula como la ratio de i) activos financieros totales menos activos líquidos más pasivos a corto plazo más participaciones y acciones reembolsables sobre ii) activos financieros totales. Este indicador toma un valor de 1 cuando no hay transformación de liquidez (todas las demandas de liquidez a corto plazo están respaldadas por activos líquidos) y un valor de 2 cuando los activos no son líquidos y están totalmente financiados por pasivos a corto plazo. En ese rango, un mayor valor es indicativo de una mayor exposición al riesgo de liquidez. Los valores globales son percentiles de la distribución sobre 18 jurisdicciones, con un dato agregado por jurisdicción. Los valores para España son percentiles de la distribución sobre los fondos individuales domiciliados en España.

### *Fondos de pensiones*

**Tanto las aportaciones a fondos de pensiones como su activo total aumentaron en 2024 de forma notable.** Las aportaciones brutas a fondos de pensiones se incrementaron en casi un 13 %, a pesar de los menores incentivos fiscales existentes desde 2021<sup>57</sup>. Además, el activo total de los planes de pensiones se incrementó más de un 7 % en diciembre de 2024 respecto al mismo mes del año anterior.

**Por otra parte, la rentabilidad se mantuvo estable.** Las rentabilidades a un año y a largo plazo (a 25 años) se situaron en diciembre de 2024 en el 8,8 % y el 2,3 % (sin cambios con respecto a 2023), respectivamente, consolidándose la recuperación de la rentabilidad a corto plazo de este sector.

**La situación favorable en los mercados financieros ha propiciado el comportamiento expansivo y recuperación de la rentabilidad de los fondos de pensiones desde finales de 2022.** La materialización de los riesgos identificados de corrección en los mercados financieros (véanse capítulo 4 y capítulo 5), en mayor grado que lo observado en abril, llevaría previsiblemente también a una evolución menos favorable para este sector. Con los datos disponibles, en el mes de marzo de 2025, el activo total de los fondos de pensiones domiciliados

57 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).

en España ha crecido un 2,8 % con respecto al mismo período del año anterior y la rentabilidad a un año se ha reducido hasta el 3,5 %.

### *Establecimientos financieros de crédito*

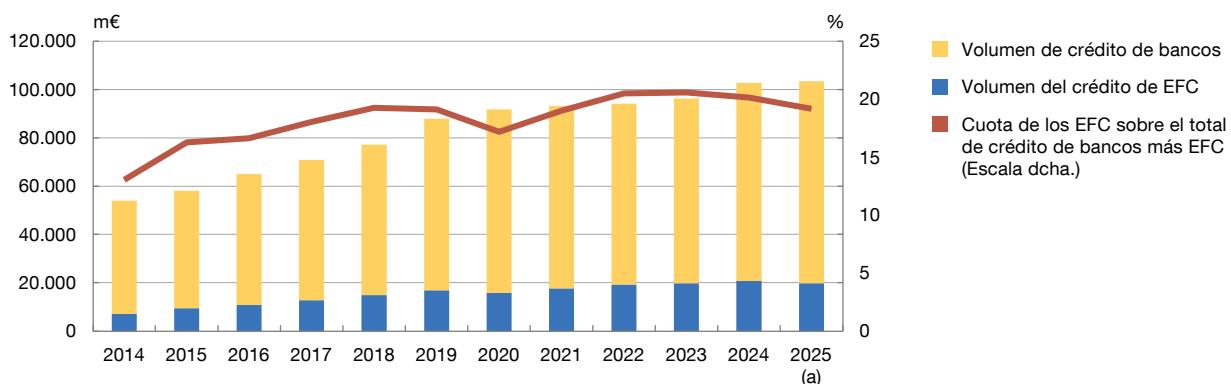
**La cuota de mercado de los EFC en el segmento de crédito al consumo descendió moderadamente en 2024, en contraste con la tendencia general creciente de la última década.** En el último año, la cuota de los EFC sobre el conjunto del crédito al consumo proporcionado por estos y por las entidades bancarias se situó en el 20,1 %, medio punto porcentual por debajo de la alcanzada en 2023 (véase gráfico 3.26). Esta caída de cuota de los EFC se produce en un contexto de expansión del crédito al consumo en el conjunto del sistema, más intenso en las entidades bancarias (7,3 % en 2024) que en los EFC (4,4 %). Esta diferencia en los crecimientos de ambos grupos durante 2024 está en parte condicionada por la absorción por algunos bancos de la actividad de crédito al consumo prestada hasta el momento por EFC que consolidaban con ellos. Este efecto también explica la importante caída en la cuota que se observa en 2020. De forma más reciente, en el primer trimestre del año 2025 se ha mantenido la tendencia decreciente de la cuota de los EFC, que se sitúa en el 19,2 %.

**En cuanto a la calidad del crédito en este segmento, la ratio de dudosos de los EFC se elevó mínimamente en 2024.** El aumento fue de 0,1 pp, hasta el 3,5 %, todavía por debajo de la ratio del sector bancario en este segmento de producto (4,3 %). Al moderado ascenso de esta ratio en EFC contribuyó la buena evolución en la segunda mitad del año. Por su parte, la ratio de los créditos al consumo de los EFC en vigilancia especial se redujo en 1 pp, hasta el 6,2 % (en el conjunto de las entidades bancarias se situó en el 7,3 %). Por su parte, en el primer trimestre de 2025 se ha registrado un cierto empeoramiento de la calidad del crédito con

Gráfico 3.26

**En la primera mitad de la última década se observó una tendencia creciente de la cuota de los EFC en el crédito al consumo de los hogares, que se ha estabilizado en los últimos años**

3.26.a Saldo vivo del crédito al consumo de los hogares de bancos y EFC y cuota de los EFC sobre la suma de ambos. Datos individuales de los negocios en España



FUENTE: Banco de España. Última observación: marzo de 2025 (todas las fechas se refieren a diciembre excepto la última que es de marzo de 2025).

aumentos de las ratios de dudosos (0,4, hasta el 3,9 %) y de vigilancia especial (0,5 pp, hasta el 6,7 %) en este segmento del crédito.

### 3.3 Interconexiones sistémicas

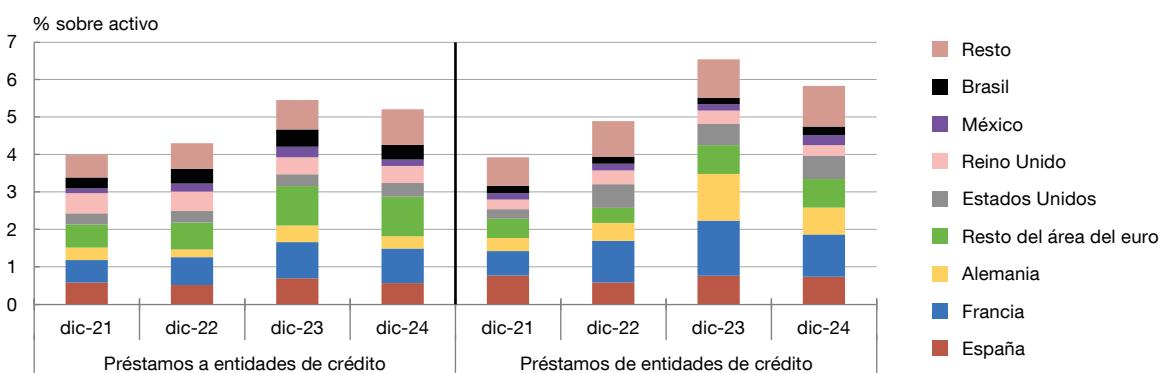
**La participación de las principales entidades bancarias españolas en el mercado interbancario se ha incrementado coincidiendo con el proceso de normalización monetaria, a medida que se reducía la liquidez procedente del Eurosistema<sup>58</sup>.** Entre diciembre de 2021 y el mismo mes de 2024, la financiación concedida en el mercado interbancario por las principales entidades españolas creció un 40,9 %, suponiendo un 5,2 % del activo total de las entidades a esa última fecha. Por su parte, la financiación obtenida se incrementó un 60,2 % a lo largo de este período, de modo que su peso sobre activo alcanzó el 5,8 % en diciembre de 2024. Como resultado de esta evolución, las principales entidades españolas en su conjunto pasaron de encontrarse en una situación de equilibrio entre saldos interbancarios deudores y acreedores en 2021 a presentar una posición moderadamente deudora a cierre de 2024 (véase gráfico 3.27).

**Fruto de estos crecimientos, ha aumentado la interconexión a través del mercado interbancario con entidades extranjeras, tanto del área del euro como de otras jurisdicciones.** Las interconexiones de las entidades españolas con otras entidades del área del euro se han intensificado, especialmente con entidades francesas y alemanas. La financiación concedida a las entidades de estos dos países representaba a finales de 2024,

Gráfico 3.27

**La participación de las entidades españolas en el mercado interbancario se ha incrementado, aumentando con ello su interconexión con otras entidades de crédito, fundamentalmente extranjeras**

3.27.a Exposición de las entidades españolas al mercado interbancario por residencia de la contraparte. Datos consolidados. Entidades significativas (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

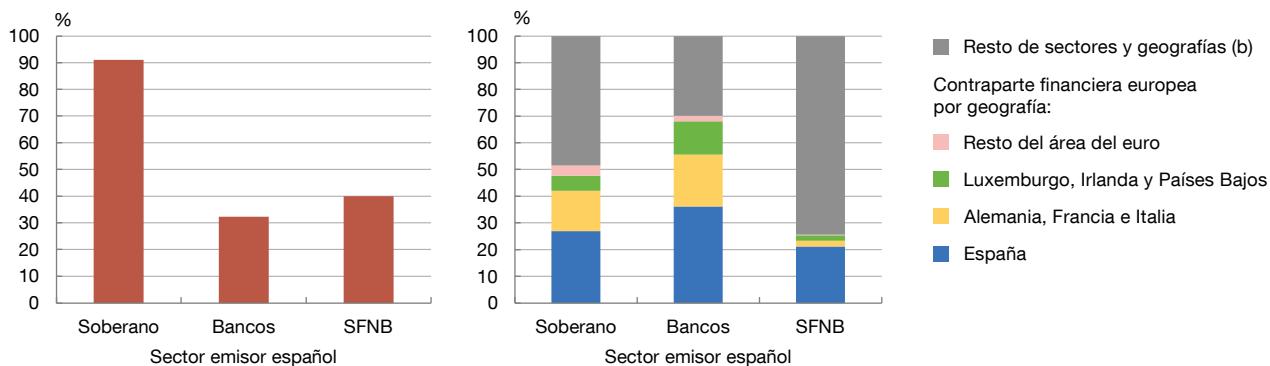
a) Datos para las ocho entidades significativas que reportan el estado de desglose geográfico de los pasivos por residencia de la contraparte. En diciembre de 2024, el activo de las entidades que reportan este estado representaba un 97,1 % del activo del conjunto de entidades significativas.

58 Datos para las ocho entidades significativas que reportan el estado de desglose geográfico de los pasivos por residencia de la contraparte.

Gráfico 3.28

**El sector financiero del resto del área del euro posee casi una cuarta parte de la deuda soberana española y un tercio de los valores emitidos por los bancos españoles**

3.28.a Emisión total de valores de cada sector español sobre el PIB (panel izquierdo) y tenencias de estos valores según el área geográfica de la entidad financiera tenedora sobre la emisión total (panel derecho) (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

- a Se incluye deuda tanto a corto como a largo plazo, acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión. No se incluye valores emitidos pero mantenidos por el emisor. Datos no consolidados.
- b Incluye tenedores del resto de áreas geográficas fuera del área del euro, así como las tenencias por parte del Eurosistema y de sectores no financieros del área del euro.

respectivamente, un 0,9 % y un 0,3 % del activo consolidado total de los bancos españoles, y la financiación recibida de ellas, un 1,1 % y un 0,7 %. En este período las interconexiones entre entidades españolas se mantuvieron estables. Fuera del área del euro, destaca la financiación concedida en los mercados interbancarios de países con presencia de filiales de entidades españolas.

**El sector financiero del resto del área del euro juega un papel relevante como tenedor de valores emitidos en la financiación de los sectores público y bancario de España<sup>59</sup>.** Específicamente, las entidades financieras del resto del área del euro poseen casi una cuarta parte (24,6 %) de las tenencias de deuda pública española y algo más de un tercio (33,8 %) de los títulos emitidos por entidades bancarias españolas (véase gráfico 3.28). En el caso de valores emitidos (por ejemplo, participaciones en fondos de inversión) por el SFNB español, las tenencias por parte de otras entidades financieras del área del euro son menos relevantes, representando solo el 4,3 % del volumen emitido.

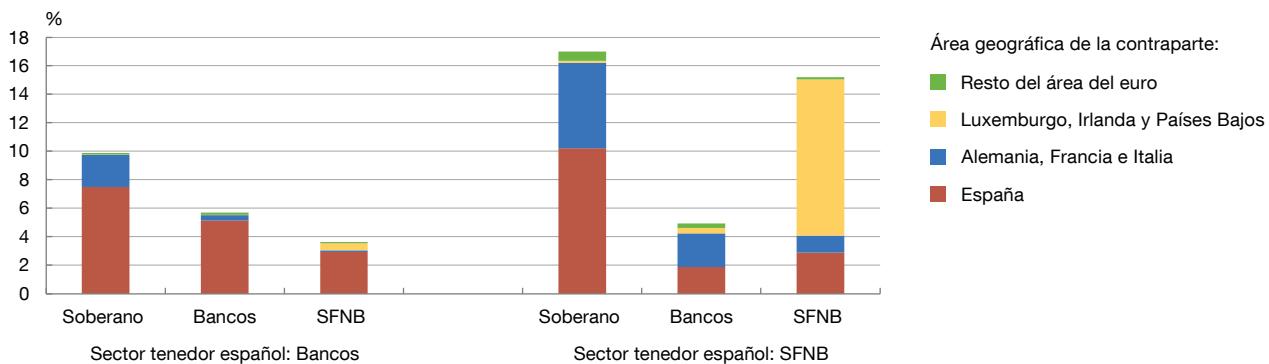
**Las tenencias de valores emitidos por los sectores público y bancario en España presentan cierto grado de concentración geográfica.** Dentro de las entidades de otros países europeos que tienen estos títulos, aquellas domiciliadas en Alemania, Francia e Italia acumulan el mayor volumen de tenencias (19,4 % para bancos y 15,1 % para deuda pública), seguidas por las entidades domiciliadas en Luxemburgo, Irlanda y Países Bajos. El papel de estas últimas jurisdicciones como centro financiero implica que los tenedores últimos pueden

<sup>59</sup> Los valores emitidos incluyen deuda tanto a corto como a largo plazo, acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión.

Gráfico 3.29

**Los valores emitidos por entidades financieras y Administraciones Públicas de otros países del área del euro tienen más peso en la cartera del SFNB de España que en la de su sector bancario**

3.29.a Peso de las tenencias de valores sobre el activo total de los sectores financieros españoles según el área geográfica y el sector de la entidad emisora (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a Se incluye deuda tanto a corto como a largo plazo, acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión. Datos no consolidados.

situarse en otras geografías, existiendo potencialmente mayor diversificación geográfica que la que se puede identificar con los datos disponibles<sup>60</sup>. Las tenencias por parte de entidades financieras del resto de países del área del euro solo tienen cierta relevancia en el caso de la deuda soberana, para la que representan el 3,8 %.

**A su vez, la exposición del SFNB español a los valores emitidos por los sectores público y financiero del resto del área del euro es también importante.** En su conjunto, las tenencias de valores emitidos por estos sectores en otros países del área del euro representaban, a finales de 2024, un 22,2 % del activo total del SFNB español (véase gráfico 3.29). En particular, destacan las tenencias de valores emitidos por entidades del SFNB domiciliadas en Luxemburgo, Irlanda y Países Bajos, con un peso del 11 % del activo total del SFNB español<sup>61</sup>. En segundo lugar, son relevantes también las tenencias de deuda pública de Alemania, Francia e Italia y de valores emitidos por bancos de estos países, respectivamente un 6,0 % y un 2,4 % del activo total del sector. Estas exposiciones son menores en el caso del sector bancario español, para el que las tenencias de valores emitidos en otros países del área del euro representan menos de un 3,7 % de su activo total y están eminentemente concentradas en tenencias de deuda pública de Alemania, Francia e Italia (casi un 2,3 %).

**Las interconexiones directas con otros países del área del euro en los mercados interbancario y de valores generan tanto beneficios de diversificación como canales de transmisión de riesgos para el sector financiero español.** En un entorno con riesgos

<sup>60</sup> Un centro financiero es una jurisdicción en la que se concentran una gran cantidad y variedad de instituciones que realizan servicios financieros tanto para entidades domésticas como para entidades domiciliadas en otros países.

<sup>61</sup> De nuevo, el rol de centro financiero de estas jurisdicciones implica que estas posiciones engloban exposiciones a activos financieros con un conjunto de contrapartes geográficas potencialmente más diversificadas.

relevantes en los mercados financieros y en el que la desaceleración de la actividad en algunos países europeos genera ciertos riesgos macroeconómicos (véase capítulo 5), es de especial interés monitorizar estas interconexiones.

**En cuanto a la posición financiera conjunta de los residentes en España frente al resto del mundo, continuó durante el segundo semestre de 2024 el descenso de la posición de inversión internacional (PII) neta deudora<sup>62</sup>.** La PII neta deudora se redujo 2,2 pp hasta situarse en el 44 % del PIB a finales de 2024. Este descenso reflejó el impacto positivo del elevado superávit por cuenta corriente y de capital, que ha registrado máximos históricos en 2024, y del avance del PIB nominal, mitigados en parte por el efecto negativo de las variaciones de valor de los instrumentos financieros, como consecuencia fundamentalmente del incremento de precios de la deuda española<sup>63</sup>.

**La deuda externa bruta de España en términos de PIB experimentó un ligero aumento en el segundo semestre<sup>64</sup>.** Así, un incremento de 0,2 pp elevó esta ratio hasta el 163,1% del PIB, en un contexto de crecimiento de las tenencias de no residentes de valores emitidos por las Administraciones Públicas y un incremento de la financiación recibida por el sector bancario, reflejando el proceso de normalización del balance del Eurosistema.

---

**62** La PII neta deudora se define como la diferencia negativa entre los activos financieros de España frente al resto del mundo y los que el resto del mundo tiene en España.

**63** El saldo de la balanza por cuenta corriente y de capital refleja la capacidad o necesidad de financiación de la economía frente al exterior. Un elevado superávit se asocia con una elevada capacidad de financiación.

**64** La deuda externa bruta incluye los pasivos emitidos por los sectores residentes de España en poder del resto del mundo; con la excepción de los instrumentos de renta variable y los derivados financieros.

## EL NUEVO IMPUESTO SOBRE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

La Ley 7/2024<sup>1</sup> ha establecido un nuevo impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de determinadas entidades financieras. Este nuevo impuesto puede considerarse, en cierta medida, continuación del gravamen temporal establecido por la Ley 38/2022<sup>2</sup>, dado que la posible conversión de este en permanente ya estaba prevista en el artículo 2.12 de esa ley, y, posteriormente, el Real Decreto-ley 8/2023<sup>3</sup> insistió en esa cuestión, al recordar que se debía revisar la configuración del gravamen temporal con vistas a integrarlo en el sistema tributario en el ejercicio fiscal 2024.

El gravamen temporal estipulado por la Ley 38/2022 fue motivado por el legislador sobre la base de un contexto de inflación elevada cuyos costes argumentaba que debían ser repartidos mediante el llamado «pacto de rentas», como se denomina el mecanismo por el cual se reparte el coste de la inflación entre los agentes de la economía. Así, se creó el gravamen temporal, con la naturaleza jurídica de prestación patrimonial de carácter público no tributario (es decir, no era un tributo propiamente dicho), que las entidades sujetas debieron satisfacer en 2023 y 2024. Esta prestación gravaba con un porcentaje del 4,8 % el margen de intereses y comisiones<sup>4</sup> derivado de la actividad que esas entidades hubieran desarrollado en España en el año anterior.

A finales de 2022, el Banco Central Europeo (BCE), a petición de las Cortes Generales, adoptó un dictamen<sup>5</sup>, de naturaleza consultiva y no vinculante, sobre la proposición de ley del gravamen, del que se puede destacar su recomendación de que se realizara un análisis exhaustivo

de las posibles consecuencias negativas para el sector bancario, de modo que se garantizara que su aplicación no planteara riesgos para la estabilidad financiera, la resiliencia del sector bancario y la concesión de créditos.

El Real Decreto-ley 9/2024<sup>6</sup>, aludía en su exposición de motivos a que los resultados del gravamen temporal y su integración en el sistema tributario aconsejaban que se introdujera un nuevo impuesto sobre el sector bancario, con carácter no excepcional y de naturaleza tributaria<sup>7</sup>. Así, el nuevo impuesto, establecido en la Ley 7/2024, es un tributo de naturaleza directa, con las siguientes características básicas:

- Contribuyentes: bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, establecimientos financieros de crédito y sucursales en España de entidades de crédito extranjeras.
- Base imponible: saldo positivo de la suma del margen de intereses y de la diferencia entre ingresos y gastos por comisiones derivados de la actividad desarrollada en España. Al igual que en el gravamen temporal, no se grava el beneficio final de las entidades, sino un escalón intermedio de su cuenta de pérdidas y ganancias. Esto potencialmente genera efectos distorsionadores, ya que el impuesto es parcialmente insensible a caídas de beneficios, y puede desincentivar modelos de negocio basados en mayor asunción de riesgo de crédito y, por tanto, mayores costes de provisiones por deterioro (no deducibles de la base imponible).

1 Ley 7/2024, de 20 de diciembre, por la que se establecen un Impuesto Complementario para garantizar un nivel mínimo global de imposición para los grupos multinacionales y los grupos nacionales de gran magnitud, un Impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de determinadas entidades financieras y un Impuesto sobre los líquidos para cigarrillos electrónicos y otros productos relacionados con el tabaco, y se modifican otras normas tributarias. Disposición final novena.

2 Ley 38/2022, de 27 de diciembre, para el establecimiento de gravámenes temporales energético y de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito y por la que se crea el impuesto temporal de solidaridad de las grandes fortunas, y se modifican determinadas normas tributarias. Artículo 2.

3 Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre, por el que se adoptan medidas para afrontar las consecuencias económicas y sociales derivadas de los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo, así como para paliar los efectos de la sequía. Disposición adicional quinta.

4 Es decir, la diferencia entre los ingresos y los gastos por intereses y comisiones.

5 Dictamen del Banco Central Europeo, de 2 de noviembre de 2022, sobre la imposición de gravámenes temporales a determinadas entidades de crédito (CON/2022/36).

6 Real Decreto-ley 9/2024, de 23 de diciembre, por el que se adoptan medidas urgentes en materia económica, tributaria, de transporte, y de Seguridad Social, y se prorrogan determinadas medidas para hacer frente a situaciones de vulnerabilidad social. Si bien este real decreto-ley fue derogado por la Resolución de 22 de enero de 2025 del Congreso de los Diputados, su exposición de motivos todavía resulta útil para entender la motivación del nuevo impuesto, que no se incluyó en la Ley 7/2024.

7 Un tributo se define de forma general como una obligación de pago de cierta cantidad de dinero a la Administración Pública con el propósito general de sostener el gasto público. Un impuesto es un tipo de tributo en el que la autoridad fiscal no proporciona una contraprestación directa (a diferencia por ejemplo de una tasa por un servicio público) y generalmente exigible sobre la base de la existencia de capacidad económica.

## EL NUEVO IMPUESTO SOBRE LAS ENTIDADES FINANCIERAS (cont.)

- Base liquidable: es la base imponible reducida en 100 millones de euros, sin que pueda ser negativa.
- Cuota íntegra: el resultado de aplicar a la base liquidable la escala que se muestra en el cuadro 1<sup>8</sup>.
- Cuota líquida: el resultado de reducir la cuota íntegra en el 25 % de la cuota líquida del impuesto sobre sociedades.
- Dedución extraordinaria (por baja rentabilidad): se establece una deducción sobre la cuota líquida cuando la rentabilidad del contribuyente, medida como el cociente de dividir el resultado contable sobre el activo total, sea inferior a 0,7 %.
- Cuota resultante de la autoliquidación: es la cuota líquida menos la deducción extraordinaria, sin que pueda ser negativa.
- No deducibilidad del impuesto: como ocurría con el gravamen temporal, el nuevo impuesto no es deducible en el impuesto sobre sociedades.
- Vigencia: el impuesto será aplicable en los tres primeros períodos impositivos consecutivos que se inicien desde el 1 de enero de 2024.

El esquema 1 ilustra de forma simplificada los pasos necesarios para el cálculo del nuevo impuesto.

La ley prevé también que la recaudación obtenida por este impuesto se distribuirá entre las comunidades autónomas de régimen común, en función de su PIB regional.

A finales de 2024, el BCE adoptó un dictamen<sup>9</sup> sobre el proyecto de ley del impuesto, que se centraba en las consecuencias de este impuesto desde una perspectiva de estabilidad financiera, así como de supervisión prudencial y de política monetaria. En concreto, el BCE destaca que su imposición puede reducir la capacidad de resistencia del sector bancario frente a perturbaciones, y podría conllevar efectos económicos adversos al limitar la capacidad de las entidades de conceder crédito y contribuir potencialmente a unas condiciones menos favorables para los clientes de los préstamos y otros servicios.

El BCE reconoce que el mecanismo de deducción extraordinaria basado en la rentabilidad mitiga los posibles efectos negativos del impuesto. Sin embargo, esa mitigación solo se produce en circunstancias de rentabilidad negativa o baja, y de modo parcial en este último caso, por lo que no se evita completamente que el impuesto disminuya la capacidad de las entidades de acumular

Cuadro 1  
Escala de gravamen en el impuesto a la banca

Millones de euros

Base liquidable, hasta	Cuota íntegra	Resto base liquidable, hasta	Tipo de gravamen (%)
0	0	750	1
750	7,50	750	3,5
1.500	33,75	1.500	4,8
3.000	105,75	2.000	6
5.000	225,75	En adelante	7

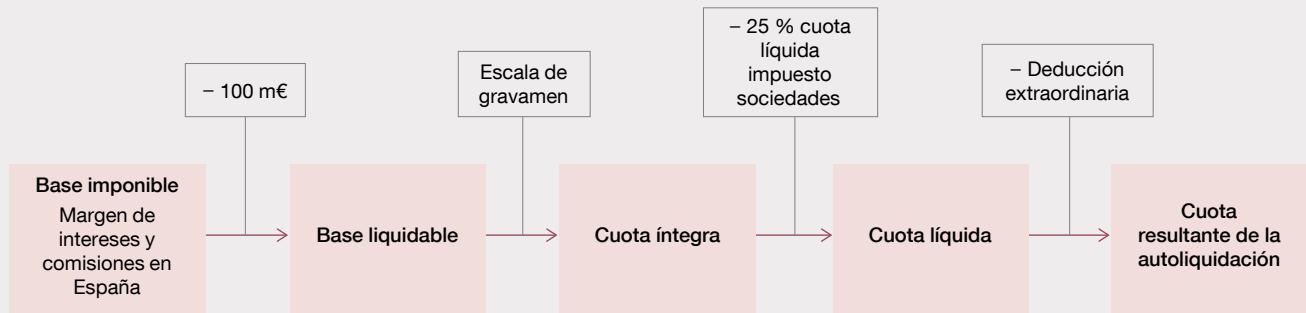
FUENTE: Ley 7/2024.

8 La cuota íntegra total correspondiente a una determinada base imponible se obtiene a partir de la fila que le corresponda (la primera en la que sea inferior a la suma de «Base liquidable, hasta» y «Resto base liquidable»), sumando la «Cuota íntegra» de esa fila y el importe resultante de aplicar el «Tipo de gravamen» a la parte de la base imponible que supere la «Base liquidable, hasta». A modo de ejemplo, a una base liquidable de 3.300 m€, le correspondería una cuota íntegra de  $123,75 \text{ m€} = 105,75 + 18$  (6 % de 300).

9 Dictamen del Banco Central Europeo, de 17 de diciembre de 2024, relativo a un impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de determinadas entidades financieras (CON/2024/41).

## EL NUEVO IMPUESTO SOBRE LAS ENTIDADES FINANCIERAS (cont.)

Esquema 1  
Cálculo del nuevo impuesto a las entidades financieras



FUENTE: Banco de España.

capital en estas circunstancias. Además, en períodos de alta rentabilidad, la deducción no sería de aplicación y, por tanto, el impuesto limitaría la capacidad de acumular capital de forma preventiva frente a futuras perturbaciones.

El BCE considera también que el impuesto, al igual que otros de este tipo establecidos por otras autoridades nacionales de la Unión Europea, puede dar lugar a la fragmentación del sistema financiero europeo y menoscabar la igualdad de condiciones en la unión

bancaria. Asimismo, la aplicación de una escala progresiva puede producir asimetrías competitivas en función del tamaño de las entidades.

En opinión del BCE, las consideraciones anteriores aconsejan que se realice un seguimiento continuo de las implicaciones del impuesto desde el punto de vista de la estabilidad financiera. El Banco de España comparte las conclusiones y recomendaciones del dictamen del BCE.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES

La crisis de varios bancos medianos en Estados Unidos y de Credit Suisse en marzo de 2023 estuvo ligada a factores estructurales y de gobernanza que dieron lugar a importantes salidas de liquidez, lo que obligó a estas entidades a monetizar activos con rapidez para intentar hacer frente a las salidas. Ello terminó afectando a su solvencia y generando turbulencias en el sistema financiero internacional<sup>1</sup>. Cabe destacar que el sector bancario de la zona del euro y, en particular, el español, se enfrentaron a estas turbulencias con posiciones de capital y de liquidez elevadas, lo que limitó muy significativamente su impacto<sup>2</sup>.

A pesar de estos antecedentes favorables, las lecciones de la crisis de 2023 aconsejan reforzar el análisis del riesgo de liquidez de las entidades bancarias y de su relación con elementos de su posición financiera. Así, el seguimiento regular para propósitos de estabilidad financiera de la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup> y de la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés)<sup>4</sup> se ha complementado por el Banco de España con nuevas herramientas de interés macroprudencial para: i) analizar los flujos de liquidez con mayor granularidad por vencimientos y divisas y ii) evaluar el impacto de una eventual crisis de liquidez sobre la solvencia de las entidades.

#### Análisis de liquidez por vencimientos y divisas

Utilizando la información del reporte regulatorio<sup>5</sup> se puede obtener una visión detallada de los flujos de liquidez de cada entidad financiera, desglosando las entradas y las

salidas de liquidez a diferentes vencimientos (inferiores y superiores a los 30 días contemplados en la LCR) y en distintas divisas, y su capacidad de contrapeso (CBC, siglas en inglés de counterbalancing capacity)<sup>6</sup>. De esta forma, el gráfico 1 muestra para las entidades significativas españolas la proporción respecto al activo total, a diciembre de 2024, del conjunto de partidas de activo y pasivo susceptibles<sup>7</sup> de generar entradas y salidas de liquidez a distintos vencimientos. Estos oscilan entre una semana, de una semana a un mes, de un mes a tres meses y así hasta más de cinco años. Se muestra igualmente el CBC a los mismos vencimientos.

Dado el desfase de vencimientos que caracteriza el negocio bancario, las potenciales entradas de liquidez se concentran en las partidas con vencimientos de cinco o más años, tanto en euros como en otras divisas. Por su parte, las potenciales salidas se concentran en las partidas con vencimientos a muy corto plazo, generalmente hasta una semana (incluyendo vista), que llegan a representar el 47,5 % del total activo en el caso de partidas en euros y el 29 % en el caso de otras divisas<sup>7</sup>. Respecto al CBC, este se mantiene en torno a un 20 % del total activo en los plazos de vencimiento hasta un año en euros y alrededor del 10 % en divisas distintas al euro en este mismo plazo. El CBC disminuye a partir de este plazo de un año, conforme lo hacen las potenciales salidas. Por encima de los cinco años, un CBC en torno al 10 % (combinando recursos denominados en euros y en otras divisas) seguiría disponible.

- 1 Para un análisis detallado de las causas de esta crisis, véase, por ejemplo, José Alonso, Rebeca Anguren, M.ª Cruz Manzano y Joaquín Mochón. (2023) “Las crisis bancarias de 2023: causas y papel de los gestores bancarios, los supervisores y los reguladores”. *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 45, Otoño.
- 2 De forma relacionada, es necesario señalar también que las crisis de liquidez más relevantes en España en la última década no han tenido un carácter sistémico, sino que han afectado solo a entidades concretas (por ejemplo, la resolución del Banco Popular en junio de 2017, o la crisis política de Cataluña en octubre de 2017).
- 3 La ratio de cobertura de liquidez es una medida regulatoria que evalúa la capacidad de una entidad de crédito para cubrir sus necesidades de liquidez a corto plazo, asegurando que tenga suficientes activos líquidos de alta calidad para enfrentar salidas netas de efectivo durante un período de tensión de 30 días. La normativa prudencial exige que las entidades tengan un nivel de esta ratio igual o mayor del 100 %.
- 4 La ratio de financiación estable neta considera la disponibilidad de fondos por parte de las entidades para financiar su actividad en el horizonte de un año. Se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. La normativa prudencial exige que las entidades tengan un nivel de esta ratio igual o mayor del 100 %.
- 5 Se trata del estado C66-Escala de vencimientos. Su estructura se puede consultar en el sitio [web de Banco de España](http://www.bde.es) y sus instrucciones están contenidas en el anexo XXIII del Reglamento UE 2021/451.
- 6 El CBC representa el stock de activos no comprometidos u otras fuentes de financiación que están disponibles para la entidad en la fecha de reporte para cubrir posibles brechas de liquidez.
- 7 La llegada del vencimiento de las partidas susceptibles de entradas o salidas no implica su materialización al completo. Por ejemplo, en el primer horizonte de vencimiento, hasta una semana, se incluyen los depósitos a la vista, pero solo un porcentaje reducido se retirará de forma efectiva por parte de los clientes en condiciones normales.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)

En el caso de las entradas (véase gráfico 2), los mayores flujos corresponden a los importes de préstamos y anticipos. No obstante, a una semana, que es un vencimiento relevante para la gestión de la liquidez a corto plazo, los flujos susceptibles de entrada corresponden principalmente a préstamos garantizados y flujos del mercado de capitales, y, también en plazos cortos, destaca la liquidez por permutes de divisas a vencimiento.

Por su parte, en las partidas susceptibles de salida (véase gráfico 3) destacan los depósitos minoristas en el horizonte de una semana. Con las salvedades ya expresadas en la nota al pie 7 (en esta categoría se incluyen los depósitos minoristas a la vista, cuya estabilidad es elevada en escenarios de normalidad), la prudencia que debe guiar la gestión de la liquidez y la ejecución de pruebas de resistencia aconseja considerar escenarios adversos y asegurar que los activos a corto plazo puedan hacer frente a cambios de comportamiento y flujos de salida imprevistos. A plazos mayores, ganan relevancia las posibles salidas de liquidez debidas a permutes de divisas a vencimiento, salida de pasivos resultantes de valores emitidos, préstamos garantizados y flujos de mercado de capitales.

A partir de esta información, se ha desarrollado un ejercicio de estrés de liquidez ilustrativo para las entidades españolas. Un análisis de este tipo puede incluir distintos canales de volumen (por ejemplo, aceleración de las salidas) y de precios (por ejemplo, la variación de los tipos de interés o del tipo de cambio afecta al valor de los activos líquidos y de los distintos flujos), tal como se resume en el esquema 1.

Como primera aproximación para explorar la aplicación de escenarios de estrés a este tipo de datos, se ha llevado a cabo un ejercicio centrado en el canal cuantitativo, considerando un incremento de los porcentajes de salidas de liquidez. Para ello, se han planteado dos escenarios: uno que utiliza los coeficientes de salida regulatorios de la ratio LCR (que ya asumen un cierto nivel estresado de

salidas), y un escenario alternativo en el que ciertas partidas son sometidas a salidas adicionales basadas en las registradas en los episodios de tensiones de liquidez en España en el período reciente<sup>8</sup>. Los coeficientes de salida asumidos para cada fuente de financiación se aplican de forma homogénea a todos los plazos y divisas.

Dada la preponderancia de la financiación a corto plazo para el sector bancario, la presentación de los resultados del ejercicio se centra en los plazos de una semana a tres meses. A pesar de los flujos de salida aplicados en ambos escenarios adversos, el CBC al final del ejercicio es positivo en todos los vencimientos analizados (véase gráfico 4). Por tanto, el conjunto de entidades significativas españolas contaría en agregado con la liquidez suficiente para cubrir las salidas netas de financiación ante escenarios estresados como los planteados.

El gráfico 5 detalla la cascada de flujos de efectivo con vencimiento de un mes en el escenario alternativo de salidas estresadas, por ser el escenario y vencimiento con un menor CBC residual. Bajo estos supuestos, se obtienen unas salidas de liquidez del 25,3 % del activo del conjunto de las entidades significativas, siendo las de mayor cuantía las producidas en la financiación mayorista (9,5 % del activo)<sup>9</sup>. Son destacables también las salidas vinculadas a derivados para gestionar el tipo de cambio (5,2 %), que exceden a las correspondientes a productos minoristas. Las entradas de liquidez (10,3 % del activo) y el CBC inicial tras el recorte (27,4 % del activo) absorberían el impacto, obteniéndose un CBC final del 12,3 %.

En el futuro, este tipo de ejercicios se extenderá para considerar los efectos de factores de riesgo adicionales (véase esquema 1) y explorar perturbaciones asimétricas por vencimientos y divisas.

### Interacción entre liquidez y solvencia

Como se ha mencionado, la crisis vinculada a diversas entidades estadounidenses y a Credit Suisse en marzo de

<sup>8</sup> Se usan las crisis de resolución de Banco Popular en junio de 2017 (“crisis de resolución”) y la crisis política de Cataluña en octubre de 2017. Los porcentajes de salida se basan en la diferencia observada en posiciones de pasivo reportadas para el cálculo de la ratio LCR en el mes de crisis con respecto al mes previo. En el caso de la crisis de resolución, se utiliza el último mes completo con LCR reportada y así no se considera todo el flujo de salidas hasta la fecha de resolución. Para cada fuente de financiación, el coeficiente de salida aplicado es el máximo entre el porcentaje utilizado en el cálculo de la ratio LCR y el porcentaje de salida observado en los episodios de crisis. En particular, no se relaja el coeficiente de salida asumido en la LCR para las partidas en las que se observó durante estas crisis un porcentaje de salida inferior a este. Los recortes en los activos líquidos que componen el CBC y los flujos de entradas corresponden a los parámetros regulatorios de la ratio LCR en ambos escenarios.

<sup>9</sup> Incluyen depósitos, préstamos garantizados y mercado de capitales, pasivos resultantes de valores emitidos y derivados.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)

Gráfico 1

Partidas susceptibles de entrada y salida por divisa (a) y plazo, y capacidad de contrapeso (CBC) - Entidades significativas

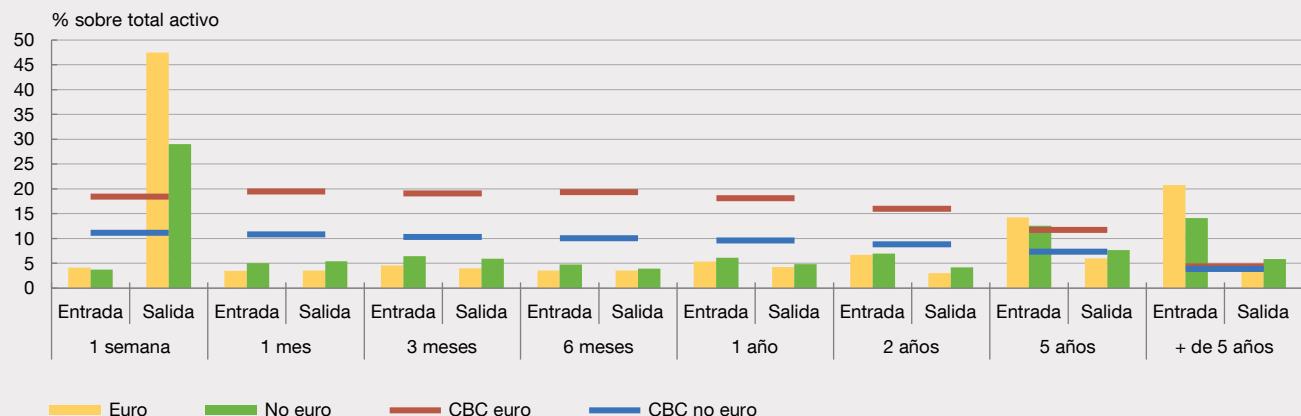


Gráfico 2

Partidas susceptibles de entrada en los distintos vencimientos (a)

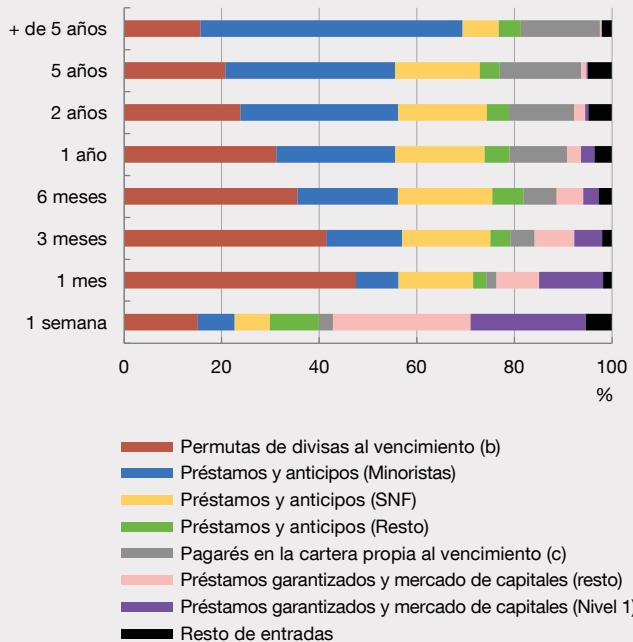
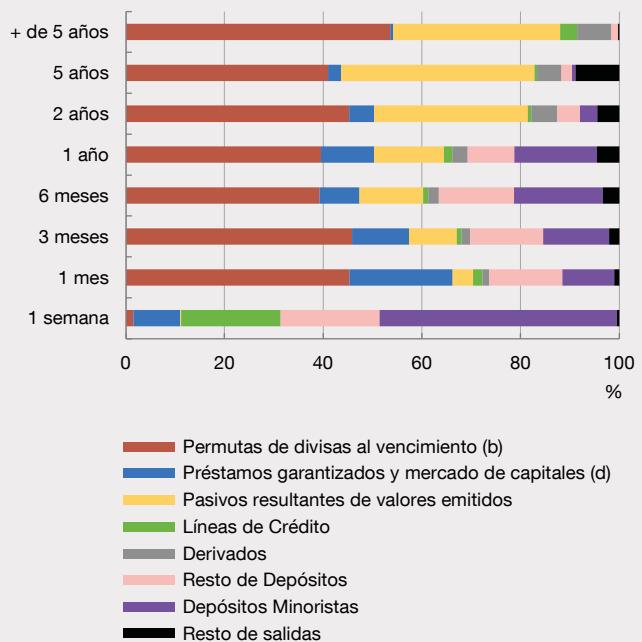


Gráfico 3

Partidas susceptibles de salida en los distintos vencimientos (a)



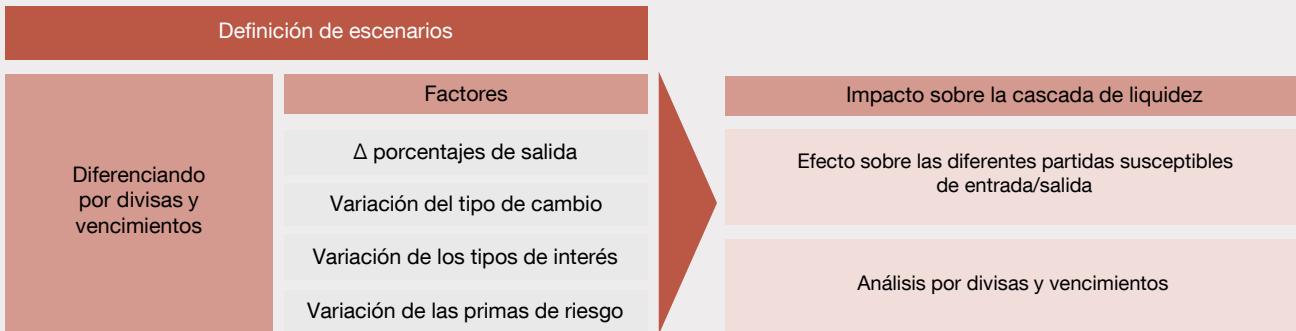
FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

- a El reporte C66 incluye las divisas significativas, por lo que las partidas no euros son representativas pero no representan de forma completa el balance.
- b Las permutas de divisas al vencimiento son un subgrupo de los derivados, pero se presentan de manera independiente dado el peso de la categoría. Estas permutas de divisas permiten a los bancos protegerse contra las fluctuaciones en los tipos de cambio.
- c Esta partida incluye las entradas de efectivo procedentes del vencimiento de inversiones propias en bonos. Este mismo importe se contabiliza, a su vez, como salida de valores en el CBC.
- d Se incluyen, entre otros activos, acciones, varios tipos de bonos (garantizados, de empresas, de titulización) y activos negociables de bancos centrales y del sector público.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)

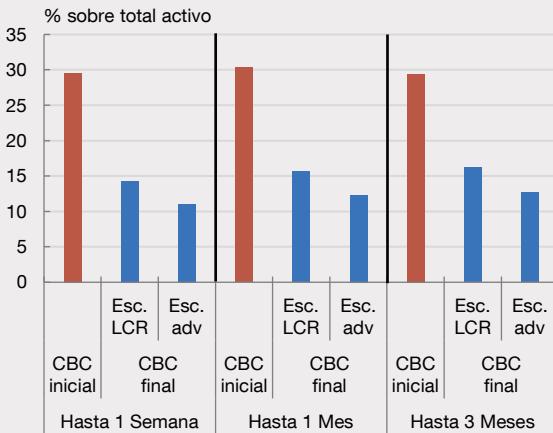
## Esquema 1

Posibles elementos de un marco de estrés de liquidez



FUENTE: Banco de España.

Gráfico 4  
Impacto de los escenarios (a). Entidades significativas.  
Total Monedas. Esc. LCR y Esc. Adv. Horizontes hasta 3 meses

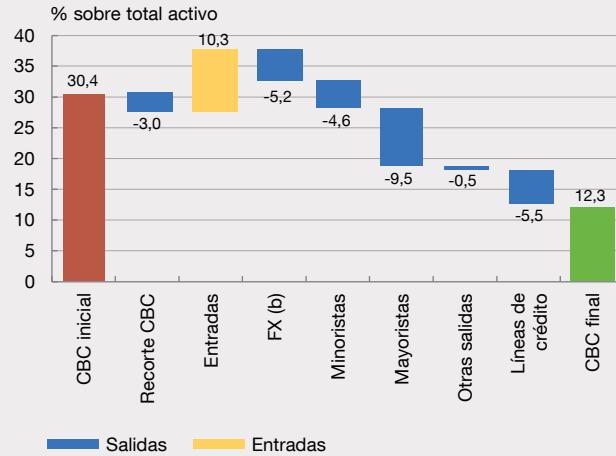


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

- a) El escenario LCR (Esc. LCR) aplica coeficientes de entradas y salidas de acuerdo con los supuestos regulatorios para el cálculo de la ratio LCR. El escenario adverso (Esc. Adv) incrementa, con respecto al Esc. LCR, los coeficientes de salida aplicados a algunos pasivos de acuerdo con la experiencia de crisis de liquidez idiosincráticas recientes en el sistema bancario español. El CBC final para cada escenario (Esc. LCR y Esc. Adv) es el resultado de restar al CBC inicial las salidas netas de fondos calculadas de acuerdo con los supuestos del escenario.
- b) Corresponden a salidas asociadas a contratos de permutas de divisas.

2023 evidenció que una crisis de liquidez puede requerir la monetización apresurada de activos, pudiendo afectar a la situación financiera de la entidad y, por ende, a su solvencia.

Gráfico 5  
Impacto de los escenarios (a). Entidades significativas.  
Total Monedas. Esc. Adv. y Horizonte de 1 mes



La existencia de pérdidas latentes<sup>10</sup> en las inversiones en instrumentos de renta fija clasificada a coste amortizado es uno de los canales a través de los que se puede apreciar este impacto en escenarios de tipos de

10 Las pérdidas latentes se definen como aquellos deterioros en el valor de mercado de un activo que la entidad no contabiliza como pérdidas debido a que dicho activo ha sido clasificado en la cartera de coste amortizado. Bajo esta modalidad, el activo se contabiliza a su precio de adquisición, ajustado a lo largo del tiempo por el devengo de intereses y el pago de cupones y amortización de principal, así como potencialmente por cambios en su calidad crediticia, pero no por cambios en su valor de mercado. Nótese que un activo clasificado a coste amortizado también podría experimentar ganancias latentes en caso de un incremento de su valor de mercado. Por su parte, un activo clasificado a valor razonable sí verá actualizado su valor contable como consecuencia de las variaciones en el valor de mercado.

interés alcistas y fuertes tensiones de liquidez. Las pérdidas latentes suelen aparecer a causa de un incremento de los tipos de interés, que resulta en un deterioro del valor presente de dichos activos. En un escenario de fuertes tensiones de liquidez, las pérdidas latentes pueden tornarse en realizadas en caso de que la entidad opte por vender el activo asociado, o bien limitar el acceso a financiación si se utilizan estos activos como colateral.

En este contexto, se ha desarrollado<sup>11</sup> una herramienta analítica destinada a evaluar las consecuencias para la estabilidad financiera derivadas de esta monetización urgente de activos bajo dos posibles mecanismos de obtención de liquidez: la venta en el mercado secundario, o su pignoración en operaciones de préstamo con el Eurosystema<sup>12</sup>. El esquema 2 describe de forma sintética ambos mecanismos.

El mecanismo de venta permite a las entidades obtener liquidez vendiendo parte de sus activos en balance. Aunque este mecanismo conlleva la materialización, si las hubiera, de las pérdidas latentes acumuladas en las tenencias de deuda clasificadas a coste amortizado, existen razones para optar por este método. Entre ellas, la necesidad de reducir activos ante salidas repentina de fondos cuya recuperación es incierta, evitar el potencial estigma asociado al recurso a facilidades de financiación fuera del mercado, o la falta de preparación operativa para recurrir rápidamente a la financiación del Eurosystema.

Por su parte, la pignoración de activos en el Eurosystema permite a las entidades obtener liquidez utilizando activos como colateral en operaciones de financiación<sup>13</sup>. La

obtención de liquidez está condicionada a la entrega de activos sin cargas (como, por ejemplo, los bonos soberanos), que son valorados por su valor de mercado, el cual reflejaría, si la hubiera, la pérdida latente acumulada. Además, el banco central aplica recortes de valoración adicionales según la liquidez y el vencimiento residual del instrumento, y fija los factores de descuento (es decir, el coste de la financiación) en función de la solvencia de la entidad y del emisor del instrumento. Este mecanismo evita la venta de activos y con ello la potencial materialización de pérdidas latentes, aunque implica el pago de intereses por la financiación obtenida, lo que también tiene un efecto financiero negativo sobre la entidad.

A continuación, se presenta un ejercicio de simulación estilizado que ilustra el impacto en solvencia de la monetización urgente de activos a través de estos canales. La fecha de referencia para el ejercicio es diciembre de 2023<sup>14</sup>.

El ejercicio compara los dos mecanismos de obtención de liquidez descritos anteriormente. Para cada uno de ellos, se define un criterio de prelación en el orden en que los activos son vendidos o pignorados<sup>15</sup>. Este criterio pretende reflejar las decisiones de optimalidad que tendería a seguir una entidad que se viera sujeta a un escenario de tensión de liquidez. Para el mecanismo de venta, el criterio de ordenación busca minimizar la pérdida total realizada (por ejemplo, vendiendo primero activos valorados a mercado y luego los activos a coste amortizado con menor pérdida latente), mientras que, en el caso de la pignoración, la ordenación busca optimizar la financiación obtenida (es decir, minimizar el volumen de activos pignorados).

11 Para un mayor análisis sobre el vínculo entre liquidez y solvencia a través de la monetización urgente de activos véase A. Ferrer y A. Molina (2025). "Interacción entre riesgo de liquidez y solvencia bancaria a través de los mecanismos de monetización de activos". Documento Ocasional - Banco de España.

12 Aunque podría considerarse también la opción de pignorar los activos con una contraparte privada a través de un pacto de recompra, en la práctica es de esperar que el mercado para esta clase de operaciones repo pierda efectividad como fuente competitiva para la obtención de financiación en un escenario de fuerte tensión de liquidez. La experiencia vivida en la crisis financiera global y, de forma más reciente, aunque más contenida, la experimentada durante el mencionado episodio de turbulencias acaecido en marzo de 2023, apuntan en esta dirección. Por ello, se prescinde de este mecanismo en el análisis presentado en este recuadro.

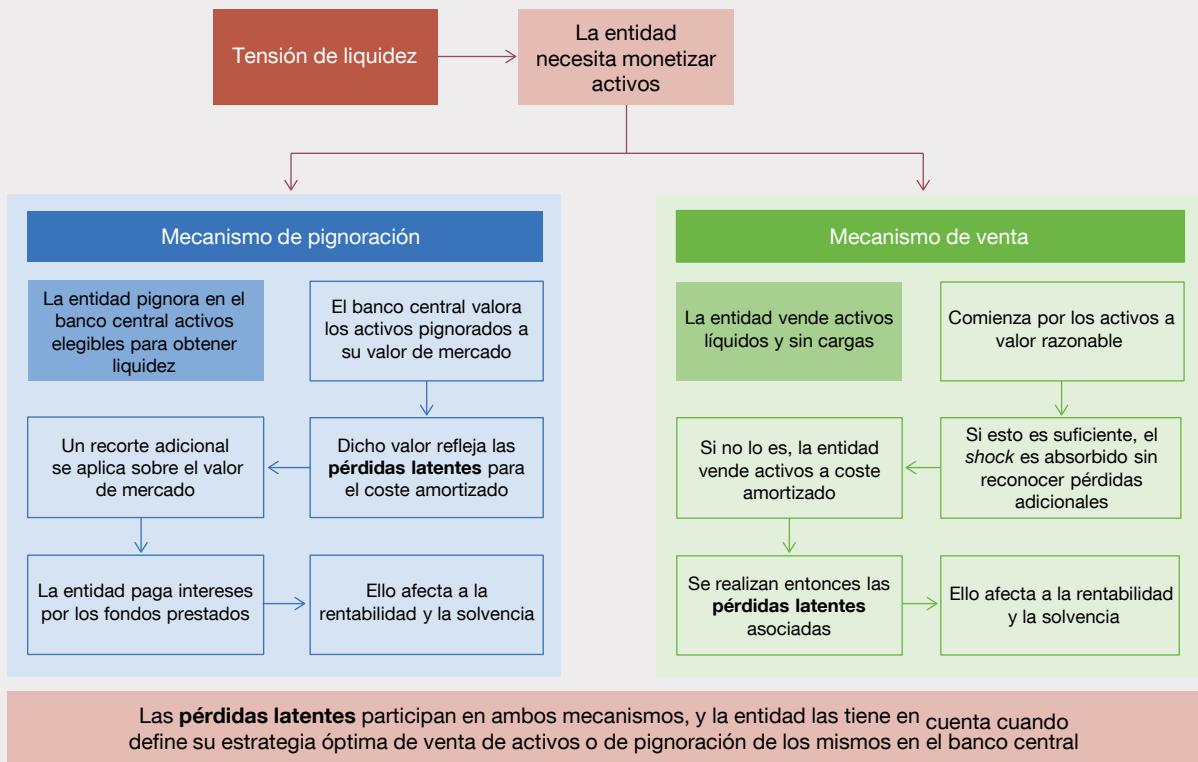
13 Estas operaciones pueden incluir la facilidad marginal de crédito, las operaciones principales de financiación (MRO) y las operaciones a más largo plazo (LTRO).

14 Se ha escogido diciembre de 2023 para recoger mejor el papel de las pérdidas latentes en la monetización urgente de activos puesto que, a dicha fecha, los balances de las entidades significativas españolas mantenían todavía un cierto volumen de pérdidas latentes, reducido pero no despreciable, fruto del alza de los tipos de interés iniciado en 2022. A diciembre de 2024 dichas pérdidas latentes han disminuido en gran parte debido a la rotación de la cartera de instrumentos de deuda y al cambio de orientación en la política monetaria.

15 Solo se considera para estos propósitos la deuda soberana de las entidades españolas, por constituir el grueso de la inversión en instrumentos de deuda de las entidades.

Esquema 2

Mecanismos de obtención de liquidez ante un escenario de estrés



FUENTE: Banco de España.

En cuanto al escenario de tensión de liquidez que se plantea, se considera un volumen de salidas netas de fondos de forma separada para cada entidad, sobre la base de su situación a diciembre de 2023, atendiendo a la composición de sus fuentes de financiación y considerando, para cada una de ellas, porcentajes de salida distintos. Estos porcentajes están calibrados de acuerdo con la experiencia de los episodios de estrés de liquidez antes mencionados, que afectaron en el pasado a determinadas entidades del sector bancario español<sup>16</sup>.

En agregado para el conjunto de entidades, esta metodología conduce a un volumen de salidas netas de 506 mm de euros. Para cubrir estas salidas, las entidades utilizarían en primer lugar su tesorería y el exceso de reservas en bancos centrales, cubriendo hasta 362 mm de euros. Para hacer frente a las salidas de liquidez remanentes, las entidades recurrirían a los mecanismos de monetización de activos descritos.

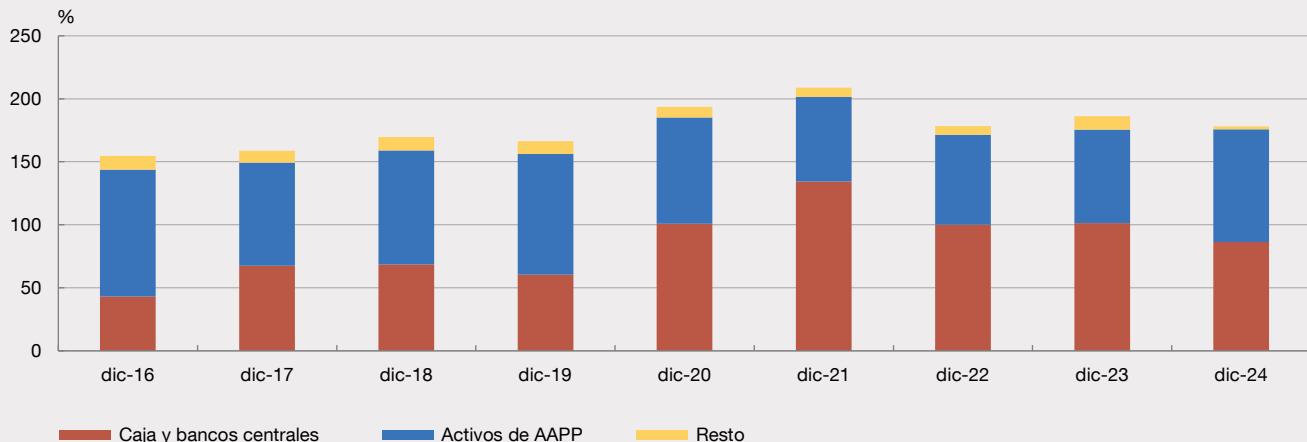
Antes de presentar los resultados del ejercicio, y con el fin de contextualizar la situación de las tenencias de deuda

16 Nótese que la consideración de un escenario de salidas de fondos más severo que el definido en la LCR es un componente común de este ejercicio y del presentado en la sección anterior, aunque desempeña un papel ligeramente distinto. En el caso del ejercicio sobre análisis de vencimientos se consideran dos escenarios de salidas de fondos: el propio definido en la ratio LCR y el mencionado escenario con salidas estresadas. Por su parte, en el ejercicio sobre monetización urgente de activos se consideran distintos escenarios para la curva de tipos de interés empleada para determinar el valor actual de la deuda pública, y en todos ellos se tiene en cuenta el escenario estresado de salidas de fondos. Por otra parte, los ejercicios presentados se anclan a períodos temporales distintos (diciembre de 2024 el primero, y diciembre de 2023 el segundo), por lo que el volumen total de salidas difiere a consecuencia de la diferente composición del balance en cada año.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)

Gráfico 6

Composición de la ratio LCR por categoría de los activos líquidos. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

soberana de las entidades españolas en la fecha de referencia, el gráfico 6 muestra la importancia de estas para la cobertura de eventuales salidas de liquidez, medida a través de su contribución a la ratio LCR. Aunque el porcentaje de cobertura ha variado ligeramente en los últimos años como resultado de la utilización de estos activos como colateral en operaciones de financiación con el Eurosystema, las tenencias de deuda soberana libres de cargas alcanzarían a cubrir hasta un 89 % de dichas salidas.

Por otra parte, el gráfico 7 muestra que, en diciembre de 2024, las pérdidas latentes acumuladas en el conjunto de la cartera a coste amortizado de las entidades españolas eran reducidas, representando apenas un 2,6 % de su valor contable. Durante el ciclo de alza de tipos de interés, sin embargo, estas pérdidas fueron mayores, llegando a representar, en media, un 7,2 % y un 5,3 % del valor contable de la cartera en diciembre de 2022 y diciembre de 2023, respectivamente, observándose, además, una notable heterogeneidad entre entidades.

El gráfico 8 recoge los principales resultados del ejercicio de simulación. Para estudiar el impacto potencial de las pérdidas latentes en el deterioro de la solvencia, además

del escenario de tensión de liquidez antes mencionado, se consideran otros tres escenarios que añaden incrementos adicionales de los tipos de interés en forma de alzas paralelas en todos los plazos de vencimiento de 2 puntos porcentuales (pp), 3 pp y 4 pp<sup>17</sup>, que devaluarían tanto las tenencias de deuda pública clasificadas a coste amortizado (aumentando con ello las pérdidas latentes), como también las clasificadas por su valor razonable.

En el escenario de partida, el coste de la financiación procedente del Eurosystema para cubrir las necesidades de liquidez superaría los 1.500 millones de euros por trimestre, equivalente a 10 puntos básicos (pb) de la ratio de solvencia CET1 de las entidades. En el caso (poco probable) de extenderse durante un año, el coste de la financiación alcanzaría los 6.000 millones de euros, con un impacto equivalente a 42 pb de la ratio CET1 media de las entidades. Bajo la opción de venta de los instrumentos de deuda, las entidades obtendrían plusvalías por valor de 100 millones de euros debido a la existencia de un volumen significativo de deuda clasificada a coste amortizado cuyo valor de mercado superaba, a diciembre de 2023, su importe en libros, que es la que se vendería en primer lugar, generando esta plusvalía.

17 En diciembre de 2023 los tipos de interés de política monetaria se situaban en el entorno del 4 % - 4,5 %, el máximo alcanzado durante el período de endurecimiento monetario. No obstante, debido a la rotación y al crecimiento de las carteras de deuda soberana en los años precedentes, el porcentaje de pérdidas latentes acumuladas en diciembre de 2023 no se corresponde con el máximo alcanzado en los últimos años. Por este motivo, el ejercicio considera el impacto de subidas adicionales de los tipos de interés para analizar el impacto de escenarios de pérdidas latentes más severas.

## DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)

Gráfico 7

Distribución por entidades del porcentaje de pérdidas latentes en las carteras de deuda soberana a coste amortizado.  
Datos consolidados (a) (b)

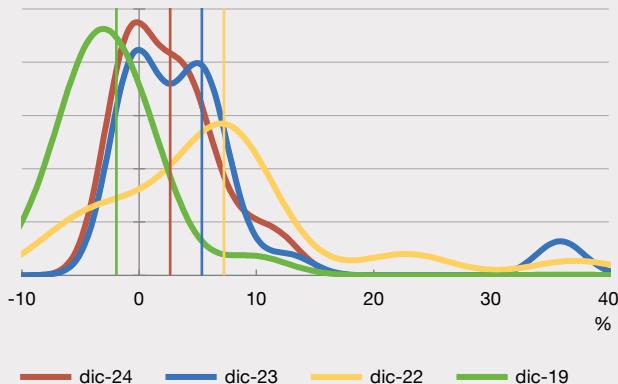
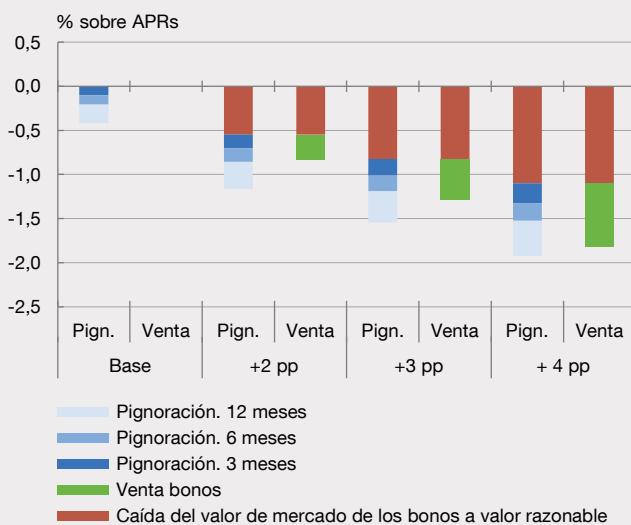


Gráfico 8

Impacto en solvencia de los mecanismos de pignoración y venta en escenarios de estrés de liquidez y subida de tipos de interés. Entidades significativas. Datos consolidados (c)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024 (Gráfico 7) y diciembre de 2023 (Gráfico 8).

- a Valores negativos de pérdida latente corresponden a plusvalías acumuladas en el conjunto de la cartera de deuda soberana a coste amortizado.
- b El gráfico muestra las funciones de densidad del porcentaje de pérdida latente acumulada en las carteras de deuda soberana clasificada a coste amortizado de las entidades de depósito españolas, ponderadas por el volumen total de deuda soberana clasificada a coste amortizado de cada una de ellas. Dichas funciones de densidad se aproximan mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de ellas y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de la función. Las líneas verticales muestran el peso medio ponderado del conjunto del sistema bancario español en cada una de las fechas considerada.
- c Se muestra el impacto en solvencia de ambos mecanismos en el escenario base (con la situación de balance a diciembre de 2023) y en los escenarios de subida adicional de los tipos de interés de 2 pp, 3 pp y 4 pp.

Bajo los escenarios de subida adicional de los tipos de interés, se produciría en primer lugar una caída en el valor de mercado de los bonos registrados a valor razonable en el balance de las entidades. Esta pérdida en el valor de los bonos daría lugar a un primer impacto en la solvencia de las entidades (barras de color marrón) por importe de 4.000 millones de euros y de cerca de 30 pb en términos de APR por cada punto porcentual de incremento en los tipos de interés<sup>18</sup>. Este impacto no obedece a la interacción de riesgos de liquidez y solvencia.

Adicionalmente a estas pérdidas, el escenario de estrés de liquidez considerado provocaría reducciones de la ratio de solvencia CET1 que podrían alcanzar los 72 pb adicionales en términos de APRs bajo la opción de venta

(barra verde en la categoría +4 pp del eje horizontal) en el escenario más severo de alza de tipos. Ante menores subidas de tipos de interés (por ejemplo, para un alza de 2 pp), esa pérdida se moderaría notablemente hasta los 28 pb (barra verde en la categoría +2 pp del eje horizontal).

En conclusión, en una situación de pérdidas latentes reducidas, como era el caso en diciembre de 2023, la opción de venta sería la opción menos gravosa gracias a la existencia de plusvalías en una parte de la cartera de bonos a coste amortizado. En los períodos de endurecimiento monetario, en que las entidades acumularan mayores pérdidas latentes en sus balances, la obtención de liquidez mediante pignoración de activos en el banco central podría ser una opción menos lesiva, especialmente dada la corta

<sup>18</sup> Las operaciones de cobertura del riesgo de tipo de interés pueden ayudar a compensar, al menos en parte, estas pérdidas. No obstante, con el objetivo de centrar el análisis en la mecánica de los canales de monetización disponibles en crisis de liquidez, no se considera el canal adicional de impacto a través de instrumentos de cobertura.

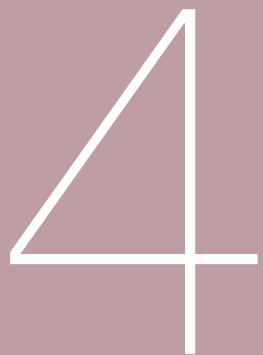
**DESARROLLO DEL MARCO DE ANÁLISIS DEL RIESGO DE LIQUIDEZ PARA PROPÓSITOS MACROPRUDENCIALES (cont.)**

duración que suele caracterizar a las crisis de liquidez. En cualquier caso, ante la severidad de los supuestos aplicados en la simulación (por ejemplo, subidas elevadas de tipos de interés o la no consideración del efecto beneficioso de las

coberturas del riesgo de tipo de interés), es destacable el nivel contenido del coste en términos de solvencia de los escenarios estresados de liquidez para las principales entidades españolas.







## MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS



## 4 MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Esquema 4.1

### Mercados y precios de los activos (a)



FUENTE: Banco de España.

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

## 4.1 El mercado inmobiliario

### 4.1.1 Precios y actividad

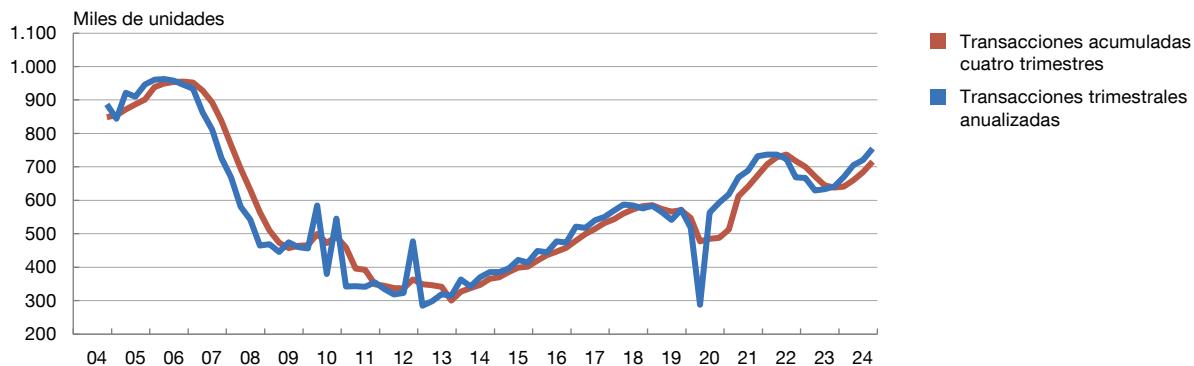
**La actividad en el mercado de la vivienda mantuvo un elevado dinamismo en el segundo semestre de 2024.** En este período se firmaron 367 mil operaciones de compraventa ante notario —en términos desestacionalizados—, un 2,3 % más que en el primer semestre y un 16,6 % más que en el mismo período de 2023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

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

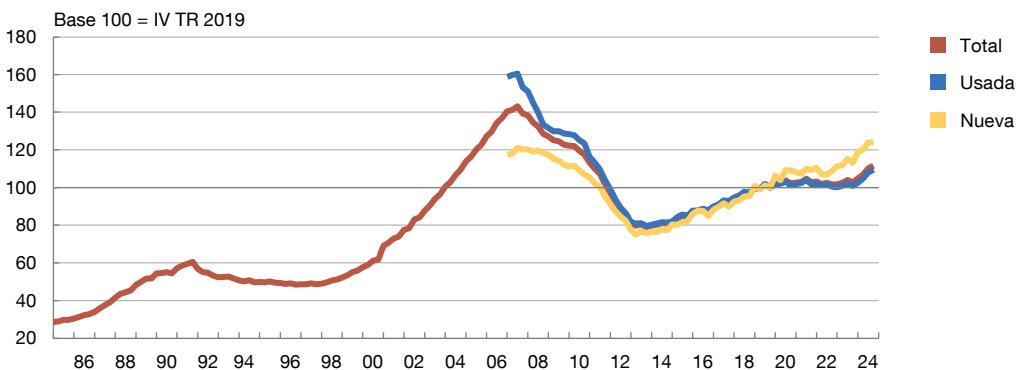
Gráfico 4.1

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

4.1.a Compraventas de vivienda (a)



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



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

a Operaciones escrituradas ante notario.

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

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

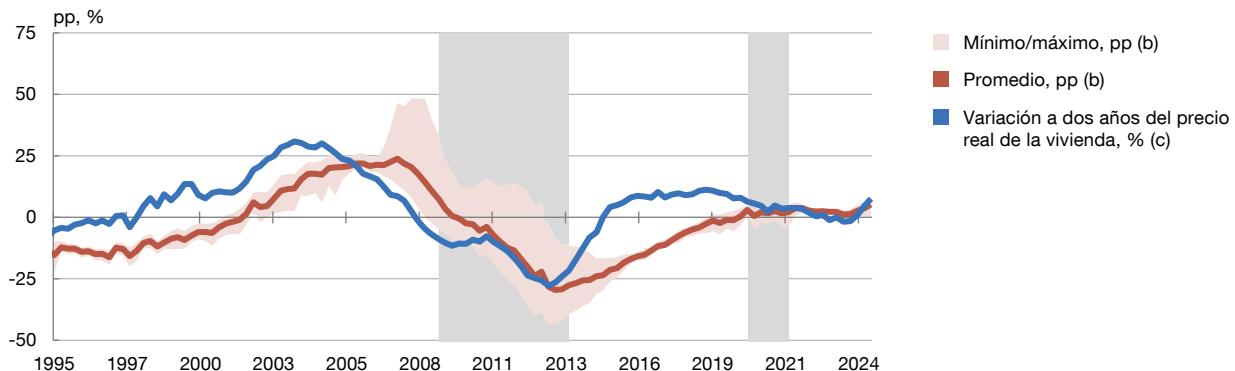
2 La oferta de vivienda nueva, aproximada por las viviendas terminadas, creció en torno a 100 mil unidades en 2024. Para mayor detalle véase recuadro 4 del *Informe Anual 2024* del Banco de España.

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

Gráfico 4.2

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

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



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

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

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

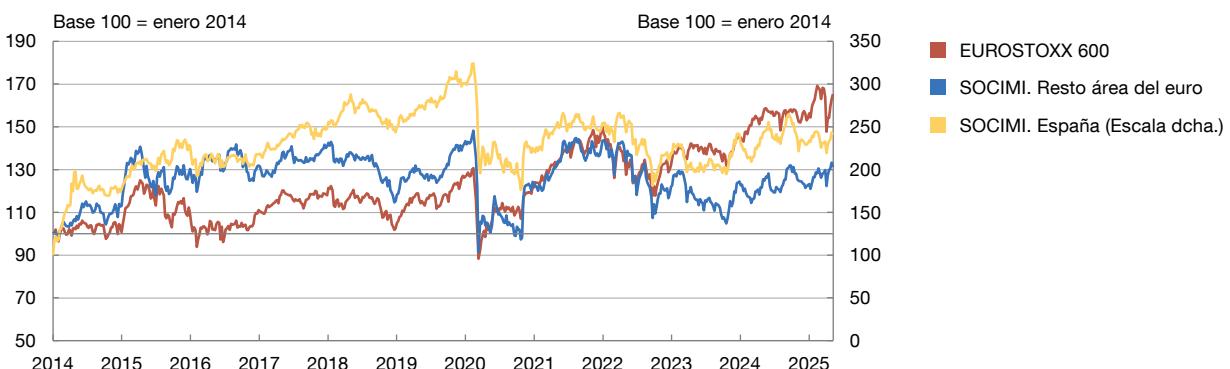
**Durante el cuarto trimestre de 2024 aumentaron los precios de los inmuebles comerciales, mientras que las transacciones en este segmento disminuyeron ligeramente.** El índice general de precios de inmuebles comerciales aumentó un 3,3 % interanual en el cuarto trimestre de 2024, en contraste con la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

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

Gráfico 4.3

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

#### 4.3.a Cotización de las SOCIMI (a)



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

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

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

#### 4.1.2 Financiación

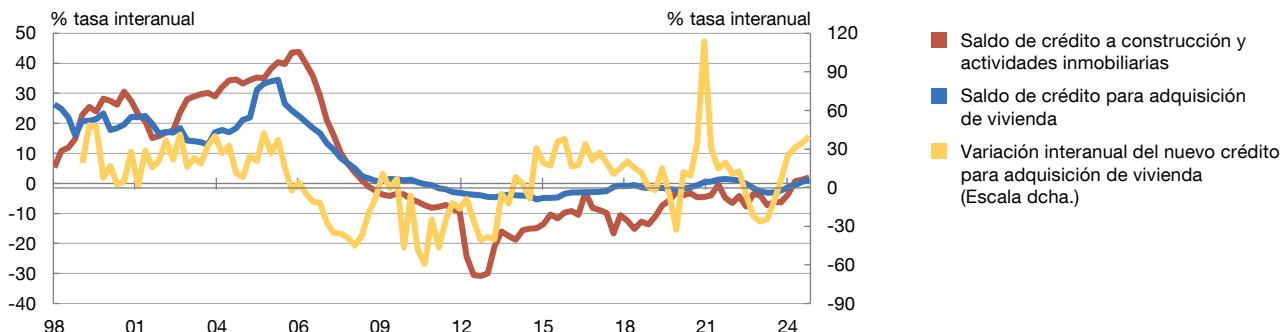
**El flujo de crédito nuevo para la compra de vivienda siguió aumentando durante el año pasado.** Su tasa de crecimiento interanual fue del 34,6 % en el último trimestre de 2024 (véase gráfico 4.4.a). En el primer trimestre de 2025, esa tasa de crecimiento interanual se ha acelerado al 39,9 %. Pese a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

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

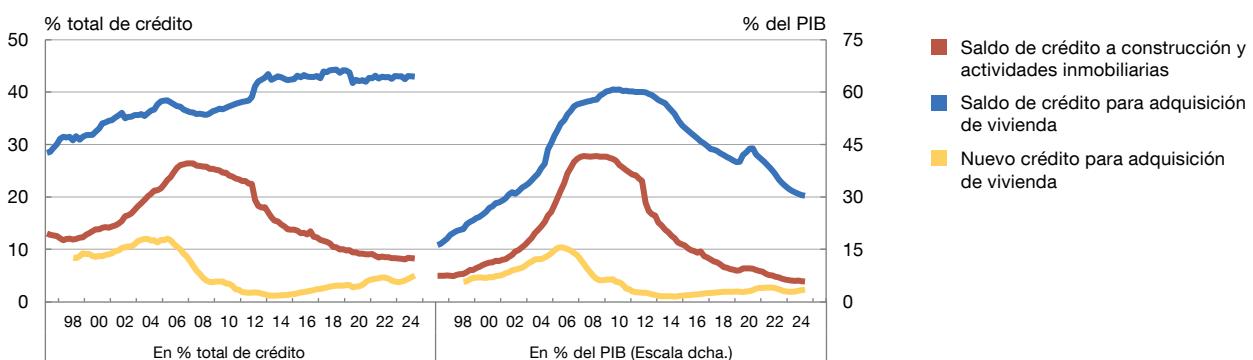
Gráfico 4.4

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

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



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



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

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

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

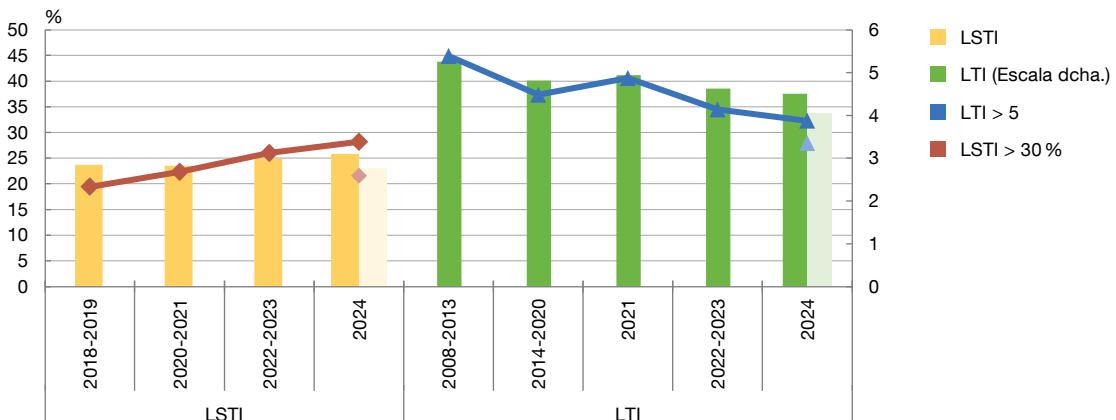
**La ratio préstamo-ingresos (LTI, por sus siglas en inglés) y la ratio servicio de la deuda-ingresos (LSTI, por sus siglas en inglés) de los préstamos hipotecarios a hogares con vivienda como garantía se mantuvieron relativamente estables en 2024<sup>4</sup>.** Esto fue así a

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

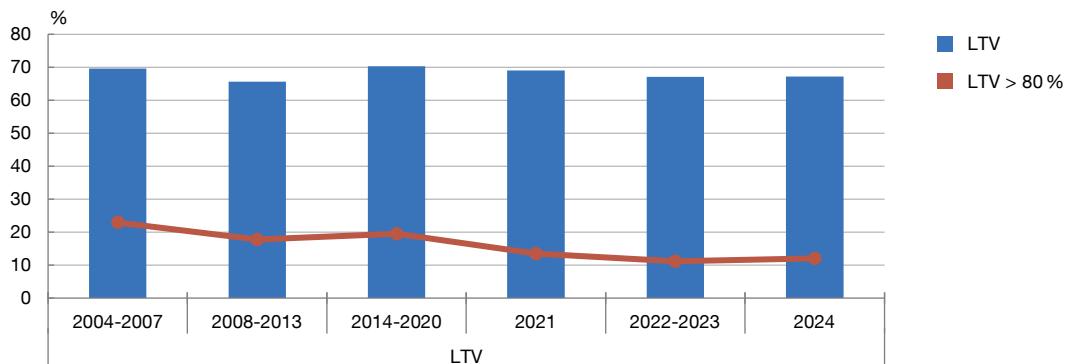
Gráfico 4.5

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

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



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



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

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

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

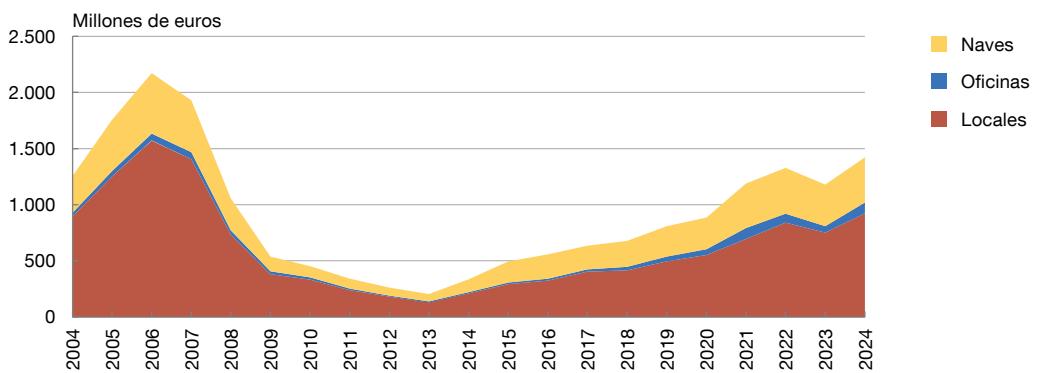
**El importe medio de las nuevas operaciones de crédito a hogares con vivienda como garantía hipotecaria descendió ligeramente en 2024 con respecto al precio de compraventa de las viviendas financiadas y se mantuvo estable con respecto al**

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

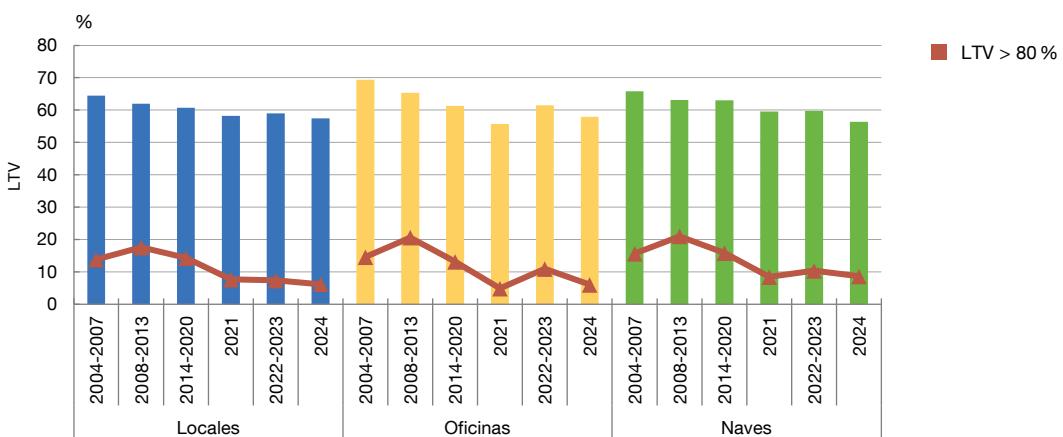
Gráfico 4.6

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

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



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



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

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

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

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

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

## 4.2 Mercados financieros<sup>5</sup>

### *Política monetaria y deuda pública*

**Las políticas monetarias de las principales economías avanzadas han seguido relajándose, aunque a distintos ritmos.** En Estados Unidos, la Reserva Federal ha mantenido sin cambios el tipo de interés oficial en la parte transcurrida de 2025, después de haberlo recortado en 100 pb en el último cuatrimestre de 2024, hasta situarlo en el rango 4,25 %-4,50 %. El Banco Central Europeo (BCE), en cambio, continuó en 2025 reduciendo los tipos de interés oficiales. El tipo de la facilidad de depósito se redujo al 2,25 % en abril, acumulando un descenso de 175 pb desde junio de 2024<sup>6</sup>. Además, la escalada del conflicto arancelario a principios de abril provocó que las expectativas de recortes adicionales de los tipos de interés oficiales en el área del euro se acentuaran, no ocurriendo así en Estados Unidos. Las negociaciones comerciales posteriores han derivado en una revisión al alza de la senda esperada de tipos de interés en ambas áreas (véase gráfico 4.7). El BCE también continuó reduciendo el exceso de liquidez, lo que ha promovido una mayor actividad en los mercados monetarios, donde los volúmenes negociados de financiación garantizada a última fecha disponible casi duplican los de 2019 (véase gráfico A2.4.2.1 en el anexo 2)<sup>7,8</sup>.

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

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

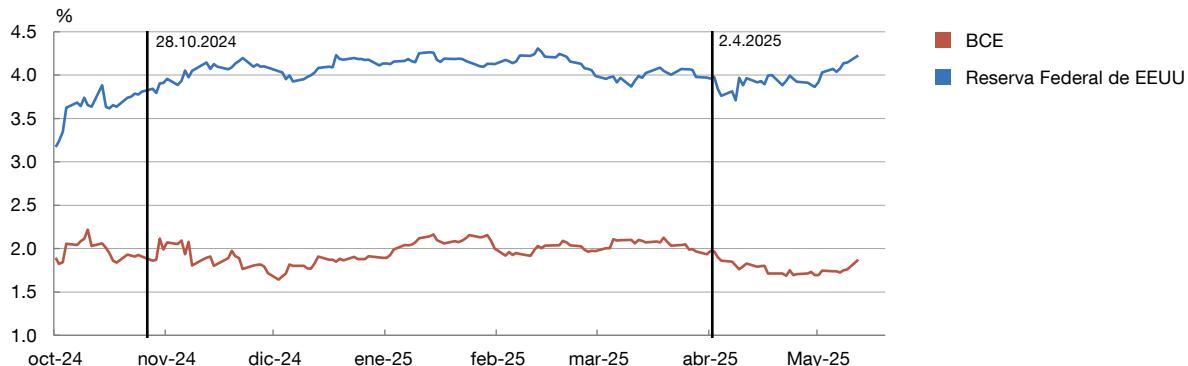
<sup>7</sup> El exceso de liquidez es el importe de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el banco central por encima de las reservas requeridas (ya sea en la cuenta corriente o en la facilidad de depósito). Su caída refleja, principalmente, el vencimiento de la última serie de las operaciones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

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

Gráfico 4.7

**Las expectativas de política monetaria se han revisado de manera diferenciada en EEUU y la UEM**

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



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

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

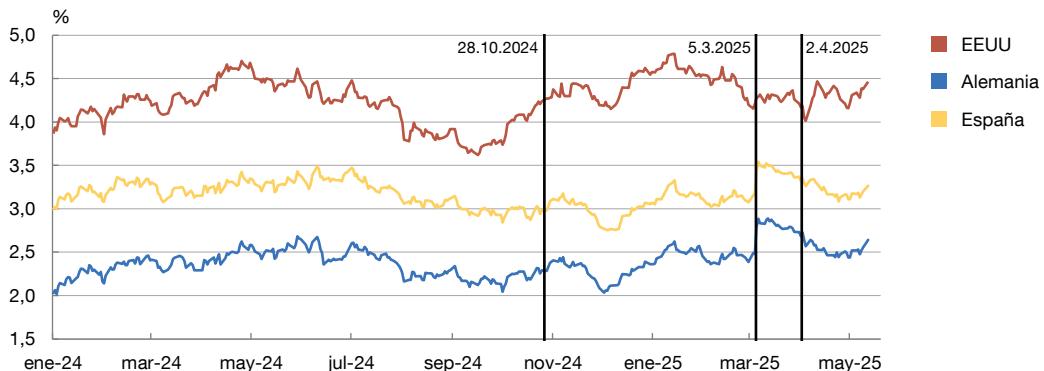
**La escalada del conflicto arancelario a principios de abril impactó negativamente en el mercado de deuda pública estadounidense.** Hasta mediados de enero, la rentabilidad de la deuda pública en Estados Unidos se vio impulsada al alza por las expectativas de que los tipos de interés oficiales se situaran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

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

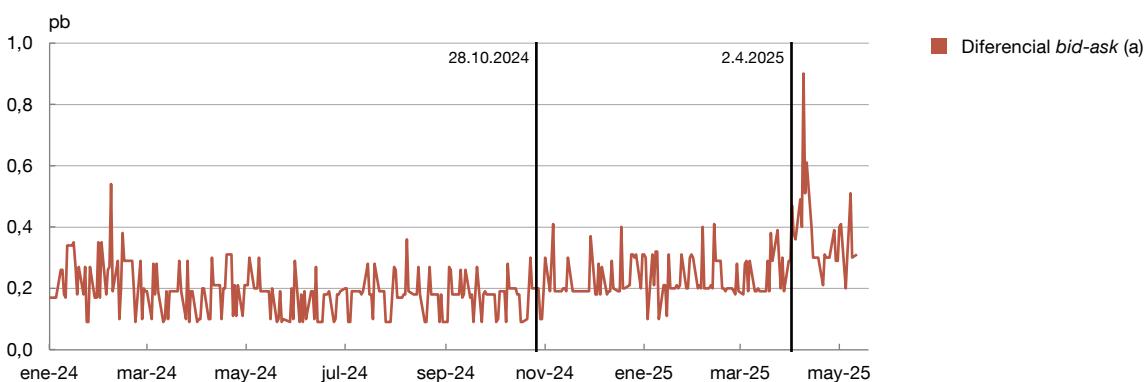
Gráfico 4.8

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

4.8.a Rentabilidad de la deuda pública a diez años



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



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

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

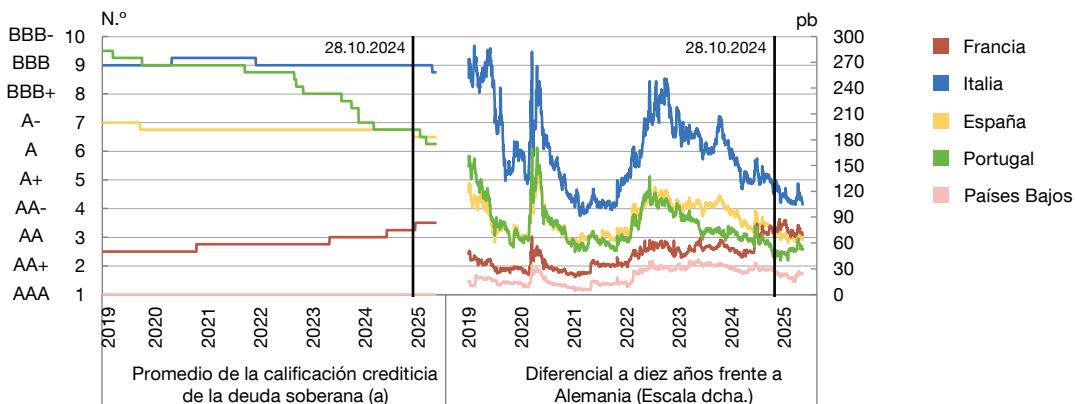
como activo refugio durante el episodio de tensiones y las posibles consecuencias sobre la economía real del endurecimiento de las políticas comerciales han hecho que las rentabilidades se hayan reducido y retornado a niveles cercanos a los previos a los anuncios de expansión fiscal. Más recientemente, las negociaciones comerciales han generado un sentimiento más optimista que se ha reflejado en un cierto ascenso de los tipos soberanos a largo plazo. Con todo, desde el anterior informe, la rentabilidad de la deuda pública a diez años aumentó 36 pb en Alemania y 29 pb en España, hasta el 2,6 %, y el 3,3 %, respectivamente. La rentabilidad del Bund alemán ha pasado a tener un diferencial positivo con respecto al tipo OIS, abandonando los niveles negativos en los que se había situado durante más de diez años<sup>9</sup>.

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

Gráfico 4.9

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

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



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

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

**Las turbulencias financieras de abril generaron un repunte moderado y transitorio de los diferenciales soberanos en el área del euro frente al bono alemán.** En algunos países, como Portugal y España, la mejora de las perspectivas económicas y fiscales ha conllevado una mejora de su calificación crediticia<sup>10</sup>. El diferencial soberano del bono español frente al Bund alemán se redujo ligeramente desde la fecha de cierre del último IEF hasta el 2 de abril, mientras en el caso de Francia mantuvo ciertas presiones al alza en la parte final de 2024 ante una situación fiscal desfavorable. No obstante, el inicio del conflicto arancelario provocó que, de forma general, los diferenciales se ampliaran ligeramente como consecuencia de la búsqueda de refugio de los inversores en el Bund alemán, dando lugar a la consiguiente caída de la rentabilidad de este activo. Más recientemente, el avance en las negociaciones comerciales ha contribuido a moderar los diferenciales soberanos en la UEM con respecto a los niveles alcanzados en abril. En este contexto, el diferencial a diez años de España frente al Bund alemán se ha situado en torno a los 62 pb en mayo de 2025, nivel algo inferior al observado en la fecha de cierre del anterior IEF (véase gráfico 4.9).

#### Renta variable y renta fija corporativa

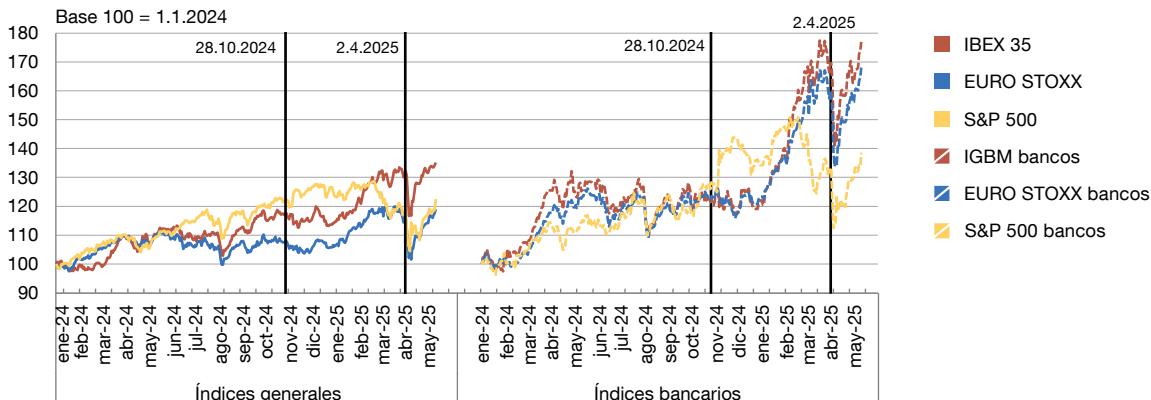
**Los índices bursátiles, que partían de valoraciones elevadas, respondieron con una fuerte caída a los anuncios agresivos en materia arancelaria.** Así, hasta mediados de febrero, los buenos datos macroeconómicos de Estados Unidos, las expectativas de unas políticas fiscales y regulatorias más favorables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

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

Gráfico 4.10

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

#### 4.10.a Índices bursátiles: General y bancos



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

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

**Las primas de riesgo de la deuda corporativa repuntaron con fuerza durante el episodio de turbulencias financieras asociado a la escalada del conflicto arancelario.** Se observaron incrementos tanto en el segmento de grado de inversión como, en mayor medida, en el de alto rendimiento<sup>12</sup>. Estos aumentos se sumaron a los ya registrados desde febrero de este año, cuando se había iniciado una tendencia creciente en estos instrumentos con peor calificación crediticia (véase gráfico 4.12). Así, los diferenciales con respecto a la curva *swap* crecieron desde mediados de febrero y hasta el pico alcanzado en abril unos 150 pb y 190 pb para los bonos corporativos de alto rendimiento del área del euro y de Estados Unidos, respectivamente.

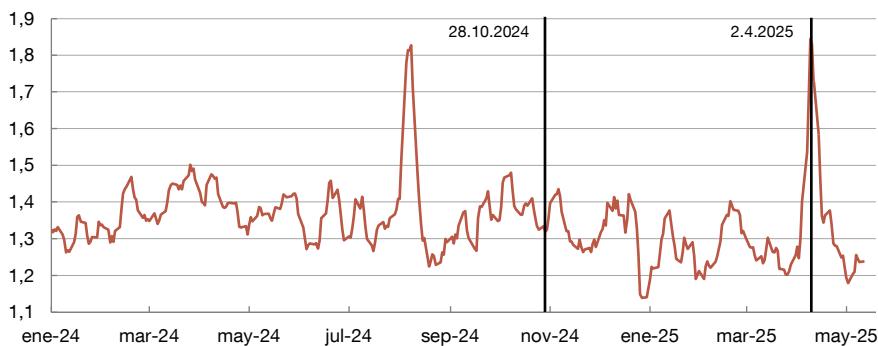
<sup>11</sup> El aumento (descenso) de la ratio de volumen negociado de opciones *put* sobre volumen negociado de opciones *call* es indicativo de la necesidad de los inversores de proteger sus carteras frente a eventuales caídas (aumentos) de los precios de los activos.

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

Gráfico 4.11

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

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



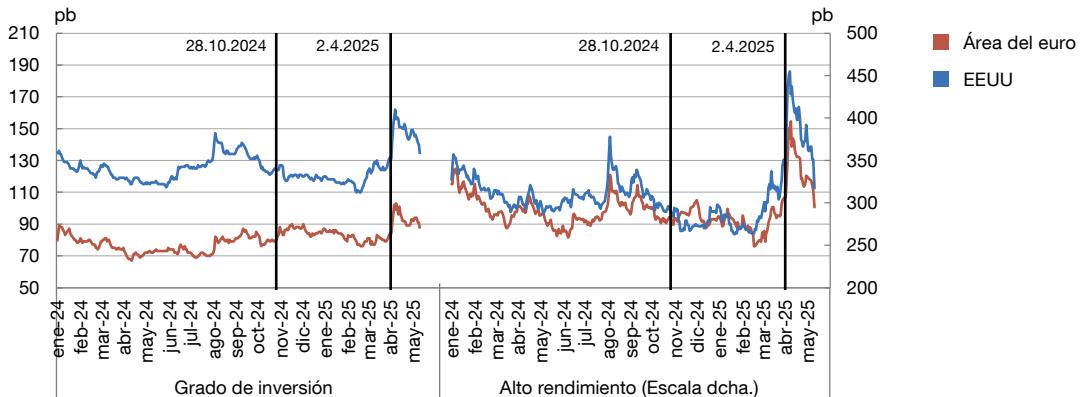
**FUENTE:** Bloomberg Data License. Última observación: 12 de mayo de 2025. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario.

a Media móvil de cinco días.

Gráfico 4.12

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

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



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

a La curva swap se refiere a los índices ICE Bank of America Merrill Lynch y representa los tipos de interés libres de riesgo a distintos vencimientos. En un swap de tipos interés los dos partes acuerdan intercambiar pagos periódicos de intereses, uno basado en una tasa fija y otro en una tasa variable.

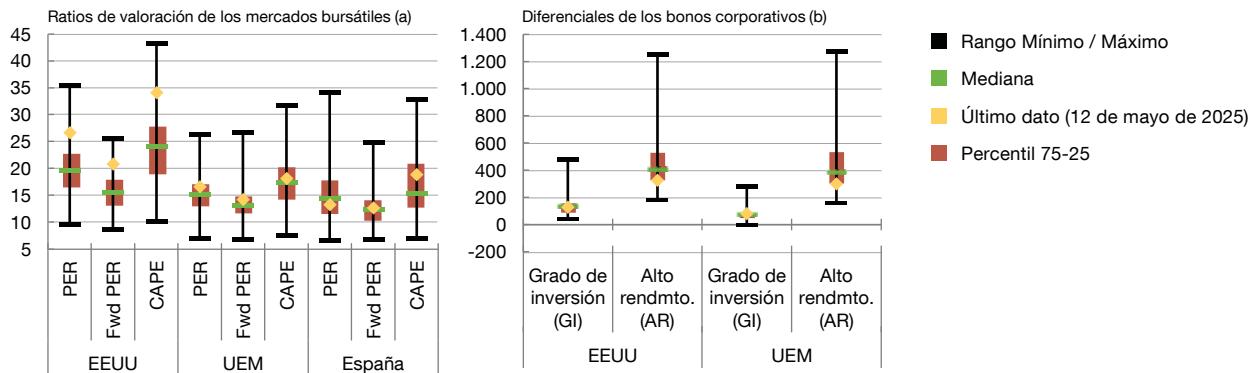
b En abril de 2025, el segmento de bonos de alto rendimiento representaba aproximadamente el 14 % del total del saldo vivo de deuda por parte de sociedades no financieras en el área del euro —según estimaciones basadas en emisiones históricas de Dealogic— y un 19 % en Estados Unidos. En términos relativos, el mercado de alto rendimiento en el área del euro equivalía al 25 % del tamaño del mercado estadounidense.

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

Gráfico 4.13

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

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



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

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

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

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

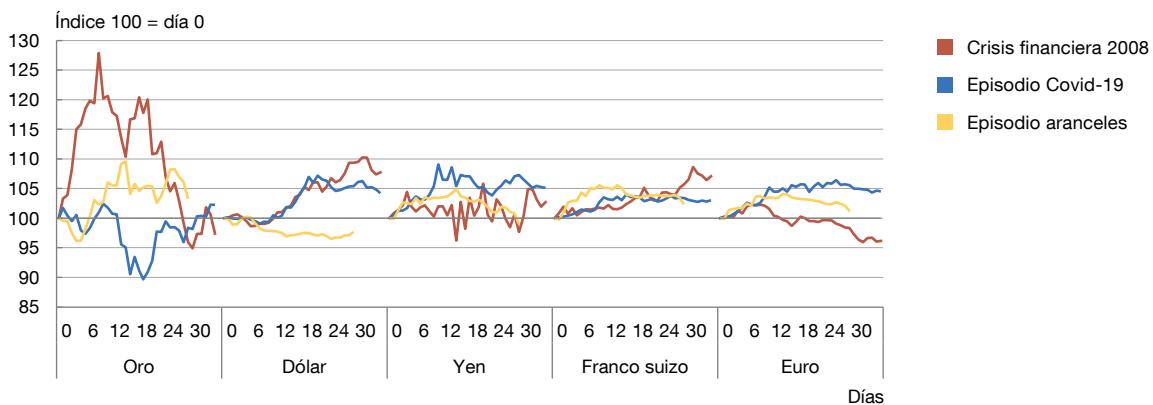
**Las tensiones asociadas a la guerra arancelaria han provocado una depreciación generalizada del dólar.** Tras depreciarse de forma notable frente al dólar hasta finales de 2024, el euro se ha apreciado un 6,9 % frente a este en la parte transcurrida de 2025, llegando a superar los 1,14 dólares por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

**La escalada arancelaria de abril tuvo un impacto moderado sobre los diferenciales asociados a los contratos cross-currency basis swap euro/dólar<sup>13</sup>.** El coste relativo de obtener dólares a través de contratos cross-currency basis swap euro/dólar a 3 meses aumentó moderadamente en reacción a los anuncios sobre aranceles del 2 de abril<sup>14</sup>. Este

Gráfico 4.14

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

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



FUENTE: LSEG Datastream.

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

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

Gráfico 4.15

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

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



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

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

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

#### *Mercados financieros de países emergentes*

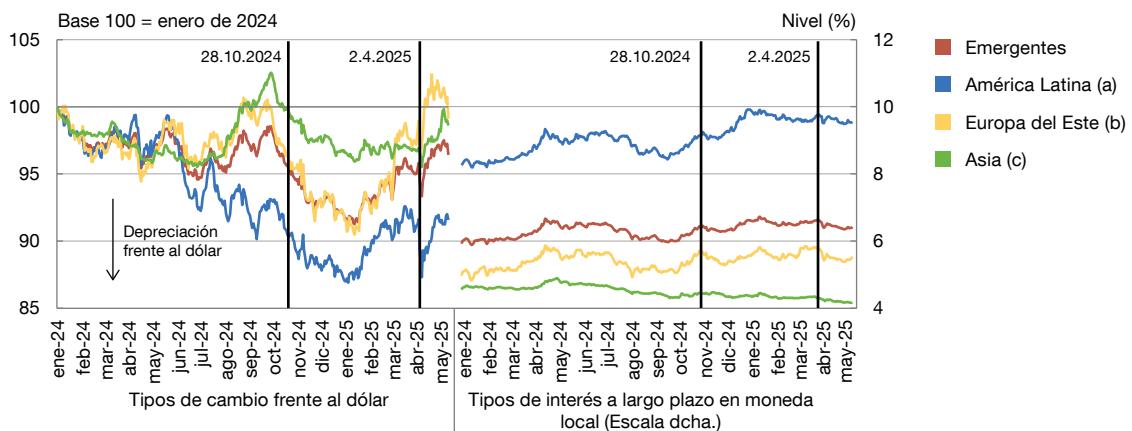
**Por su parte, los mercados financieros de las economías emergentes han mostrado cierta resistencia durante el episodio actual de turbulencias.** En casi todas estas economías, los tipos de cambio frente al dólar se depreciaron de modo muy temporal tras el anuncio de los aranceles de Estados Unidos, llegando a apreciarse posteriormente. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo de su deuda pública se mantuvieron contenidos (véase gráfico 4.16). Adicionalmente, sus índices bursátiles registraron aumentos y los diferenciales soberanos repuntaron solo de forma limitada y transitoria (véase gráfico A2.4.2.4 en el anexo 2). Los mercados financieros latinoamericanos venían mostrando desde verano un comportamiento más desfavorable, que respondía a factores relacionados con riesgos locales<sup>15</sup>. En términos del valor de sus divisas, su reacción a la crisis iniciada el 2 de abril fue también relativamente más adversa que la de otras economías emergentes,

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

Gráfico 4.16

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

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



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

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

b Promedio de República Checa, Polonia y Hungría.

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

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

*Indicador de riesgo sistémico para los mercados financieros españoles*

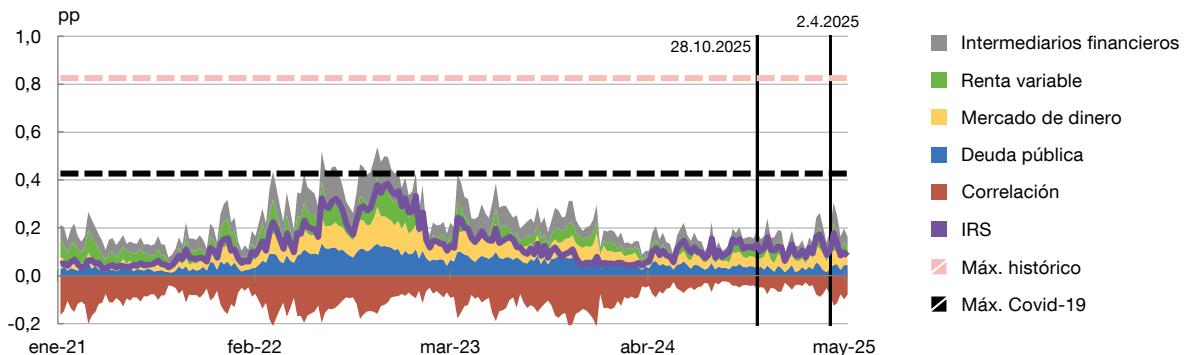
**El indicador de riesgo sistémico (IRS) en España mostró un comportamiento volátil como resultado del episodio de turbulencias de abril, pero se mantiene en niveles moderados<sup>16</sup>.** Tras su repunte de agosto de 2024, el IRS se había mantenido relativamente estable hasta comienzos de abril de este año (véase gráfico 4.17). Las turbulencias al inicio de este mes dieron lugar a un repunte abrupto del índice, que fue rápidamente corregido. Los mercados de valores y de financiación bancaria fueron los componentes que experimentaron mayores fluctuaciones. Actualmente el IRS se sitúa en niveles relativamente bajos en términos históricos y comparables a los del segundo semestre de 2024. Estas oscilaciones del IRS revelan la elevada sensibilidad de los mercados financieros a noticias positivas y negativas en el contexto actual de elevada incertidumbre comercial y de las políticas económicas.

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

Gráfico 4.17

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

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



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

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

## Criptoactivos

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

Históricamente, los criptoactivos han exhibido una correlación fluctuante con la renta variable<sup>17</sup>. Así, durante 2024, los precios de los criptoactivos mostraron una elevada correlación positiva con los índices de las bolsas de Estados Unidos y Europa, y con los subíndices bancarios de ambas regiones. Sin embargo, desde finales de 2024, esta correlación ha disminuido (véase gráfico 4.18). Tras el anuncio de nuevos aranceles por Estados Unidos, la correlación mostró un breve repunte seguido de una disminución, pero se mantiene en un nivel elevado con respecto al mismo período del año anterior.

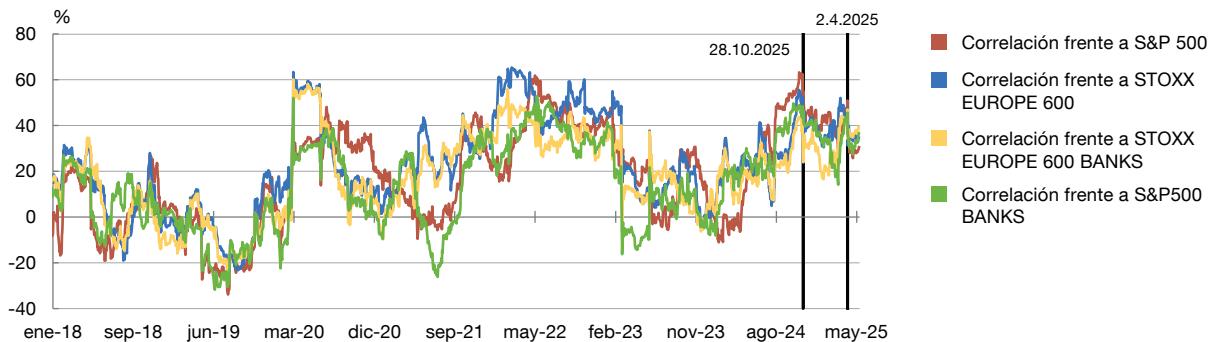
Por su parte, la capitalización de los criptoactivos ha disminuido desde comienzos de 2025, pero se mantiene elevada en perspectiva histórica. A lo largo de 2024, la capitalización del mercado de criptoactivos aumentó, impulsada por eventos como la aprobación regulatoria de fondos (ETF, por sus siglas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

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

Gráfico 4.18

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

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



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

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

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

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Este recuadro describe la evolución del valor de mercado de los criptoactivos y su grado de concentración por tipo de activo. Además, presenta algunos desarrollos relevantes para su evolución futura, como las dificultades para monitorizar la actividad de este mercado, la autorización de fondos cotizados (ETFs, por sus siglas en inglés) que operan sobre estos activos, o la modificación de la regulación y supervisión en Estados Unidos para favorecer su uso. Considerando todo este contexto, el recuadro concluye con una evaluación actualizada de las implicaciones de los criptoactivos para la estabilidad financiera, ya examinadas en anteriores Informes de Estabilidad Financiera (IEF)<sup>1</sup>.

### Evolución del valor de los criptoactivos y grado de concentración

El mercado global de los criptoactivos ha crecido notablemente en los últimos cinco años. La capitalización del índice de criptoactivos MVIS<sup>2</sup> mostró un crecimiento exponencial desde el inicio de 2020 hasta finales de 2021, cuando alcanzó su máximo hasta esa fecha desde el inicio de la serie (véase gráfico 1). En 2022 este índice sufrió una importante corrección, influida por la caída en la cotización de los principales criptoactivos sin respaldo, como el Bitcoin, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria que desincentivó la tenencia de estos activos. En 2023, el índice MVIS se recuperó, aunque no alcanzó el nivel previo a la corrección de 2022. Sin embargo, desde principios de 2024, el valor del índice experimentó una fuerte recuperación y alcanzó nuevos máximos históricos, al igual que Bitcoin, su componente más destacado.

Esta revalorización en 2024 fue impulsada, en primer lugar, por la aprobación en Estados Unidos a principios

del año pasado de ETF de Bitcoin al contado (con anterioridad ya existían sobre futuros referenciados a estos activos y en otras jurisdicciones). Esto contribuye a ampliar la base de inversores en estos activos, ya que los ETFs simplifican el proceso de inversión y lo hacen más accesible<sup>3</sup>.

Por otra parte, la expectativa de finalización de la fase de endurecimiento de la política monetaria podría haber aumentado el apetito por ciertos activos con riesgo, como los criptoactivos. Además, el siguiente máximo registrado, tanto por el índice MVIS, como por el Bitcoin, coincide con la reelección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos. La nueva Administración de Estados Unidos ha anunciado su intención de potenciar el desarrollo de este tipo de activos, y ha aprobado ya un cierto número de medidas para potenciar su uso. En particular, la Orden Ejecutiva del 6 de marzo 2025 establece la creación de una Reserva de Bitcoin Estratégica y una Reserva de Activos Digitales de Estados Unidos<sup>4</sup>. Desde el inicio de 2025, el valor de los criptoactivos veía sufriendo una corrección a la baja significativa, que ha revertido desde la fecha de aprobación de esta Orden.

El mercado de criptoactivos está concentrado en un número reducido de estos activos. Por ejemplo, considerando seis de los principales activos (Bitcoin, Ethereum, Cardano, Tether, USD Coin, BNB), estos representaban más del 90 % de la capitalización del MVIS a principios de mayo de 2025. En esta fecha, tres criptoactivos sin respaldo de activos financieros tradicionales (Bitcoin, Ethereum, Cardano) representaban el 82,5 % de la capitalización del MVIS y Bitcoin dominaba el mercado con un 71 % de cuota (véase gráfico 2). Por su parte, los tres principales criptoactivos

1 Véase por ejemplo el [capítulo especial](#) sobre criptoactivos en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de primavera de 2022.

2 El índice de criptoactivos MVIS Crypto Compare Digital Assets 100 Index agrupa los 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo) según su valor de mercado.

3 Para más información, véase este [Comunicado de la autoridad de supervisora del mercado de valores de Estados Unidos](#).

4 Esta Orden Ejecutiva crea, por una parte, una Reserva de Bitcoin Estratégica, mediante la que se tratará el Bitcoin como un activo de reserva. Según la Orden Ejecutiva, esta Reserva se capitalizará con Bitcoin adquiridos por el Departamento del Tesoro y provenientes de su incautación en procedimientos penales o civiles. Otras agencias comprobarán si cuentan con potestades para transferir a la Reserva de Bitcoin Estratégica los Bitcoin de los que sean propietarias. Los Estados Unidos no venderán Bitcoin depositados en la Reserva. Finalmente, los Secretarios del Tesoro y de Comercio podrán desarrollar estrategias que no tengan impacto presupuestario para adquirir Bitcoin adicionales, siempre que no supongan mayores costes para los contribuyentes. Por otra parte, la Orden Ejecutiva también establece una Reserva de Activos Digitales de Estados Unidos, que consiste en activos digitales distintos del Bitcoin adquiridos por el Departamento del Tesoro mediante su incautación en procedimientos penales y civiles. El Gobierno no adquirirá activos adicionales para esta Reserva, más allá de los ya obtenidos mediante esos procedimientos. El Secretario del Tesoro podrá establecer estrategias destinadas a una gestión responsable de la Reserva, incluyendo la posibilidad de vender activos digitales de la Reserva. Para más detalles véase “[Fact Sheet: President Donald J. Trump Establishes the Strategic Bitcoin Reserve and U.S. Digital Asset Stockpile](#)”, White House (2025).

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Gráfico 1

Valor de mercado de los principales criptoactivos (a)

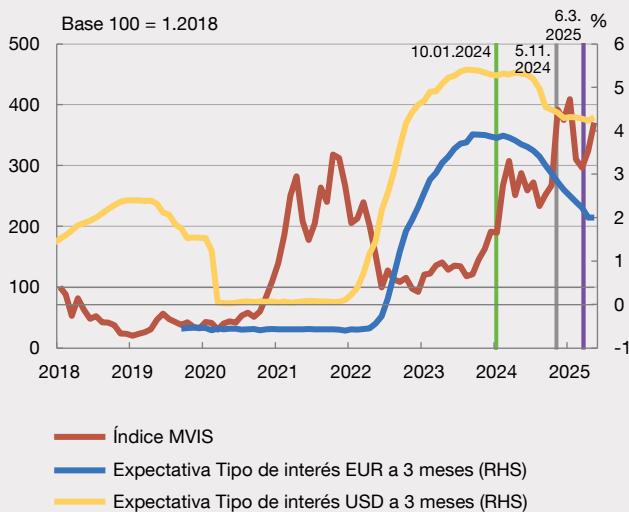
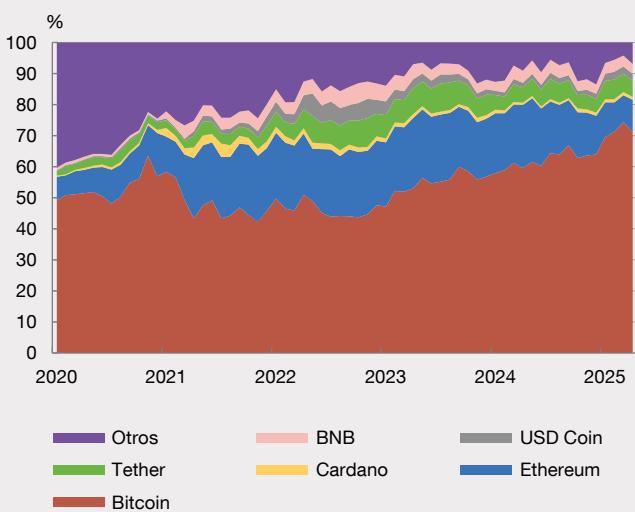


Gráfico 2

Peso sobre capitalización del MVIS de distintos criptoactivos (a) (b)



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

- a El índice de criptoactivos es el MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, el cual se compone de las 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo), de acuerdo con su valor de mercado. Las expectativas de los tipos de interés se han aproximado por las tasas overnight index swaps (OIS) a 3 meses. La línea vertical verde indica la fecha de aprobación en EEUU de los ETF sobre Bitcoin al contado. La línea vertical gris señala la fecha de la reelección del Presidente Trump. La línea vertical morada marca la fecha de la Orden Ejecutiva del 6 de marzo 2025 que establece la creación de una reserva estratégica denominada en criptomonedas.
- b Bitcoin, Ethereum y Cardano son criptoactivos sin respaldo. Tether, BNB y USD Coin son criptoactivos con respaldo.

con respaldo (Tether, USD Coin, BNB) alcanzaban en su conjunto un porcentaje de la capitalización del MVIS limitado al 10,6%, destacándose entre ellos Tether.<sup>5</sup> Actualmente, el uso de estos activos con respaldo se orienta principalmente a apoyar la operativa del segmento sin respaldo, cumpliendo así una función auxiliar.

La volatilidad de las valoraciones en el mercado de los criptoactivos se explica fundamentalmente por las cotizaciones de los activos sin respaldo. En particular, el precio de Bitcoin ha estado sujeto a fuertes fluctuaciones. En el último año, su capitalización de mercado se incrementó en un 124%, mientras que las de Ethereum y Cardano

registraron aumentos del 46% y 41%, respectivamente. Durante el primer trimestre de 2025, en contraste, estos activos se depreciaron: 11,5% (Bitcoin), 45,2% (Ethereum) y 21,3% (Cardano). Posteriormente, en abril y mayo, han presentado de nuevo repuntes significativos. Este comportamiento se ve influido por factores económicos, tecnológicos y de atención de los inversores. Como muestran Carbó y Gorjón (2022) para el caso de Bitcoin, el impacto de estos factores varía en el tiempo<sup>6</sup>.

Mediante técnicas de redes neuronales de memoria larga a corto plazo (LSTM, por sus siglas en inglés)<sup>7</sup> y técnicas de interpretabilidad para inteligencia artificial (SHAP, por

5 Tether es una *stablecoin* cuyo valor está vinculado al dólar estadounidense mediante reservas equivalentes, lo que permite realizar transacciones rápidas y estables a través de múltiples *blockchains*. Se distingue de otras *stablecoins* entre otros motivos por su amplia adopción global y una menor transparencia en comparación con alternativas como USD Coin.

6 Véase J.M. Carbó y S. Gorjón (2022). “Application of machine learning models and interpretability techniques to identify the determinants of the price of bitcoin”, Documentos de Trabajo, 2215, Banco de España.

7 LSTM: Modelo de *deep learning* capaz de trabajar con series temporales y captar dependencias tanto a corto como a largo plazo. Véase S. Hochreiter y J. Schmidhuber (1997) “Long short-term memory”. *Neural computation*, 9(8), 1735-1780.

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

sus siglas en inglés)<sup>8</sup>, en este estudio se replica aproximadamente la evolución del precio de Bitcoin entre 2015 y 2023. En los primeros años de expansión de Bitcoin, anteriores a 2018, predominaban factores tecnológicos como la dificultad de minado<sup>9</sup>. Sin embargo, desde 2018, la atención pública—medida por búsquedas en Google Trends y menciones en Twitter—ha ganado relevancia. En cambio, variables económicas como el índice S&P 500 y el precio del oro no han demostrado ser determinantes estables del precio de Bitcoin.

Carbó y Gorjón (2022) también identifican la aparición de nuevos determinantes que explican el precio de Bitcoin a lo largo del tiempo, como la adopción institucional o la irrupción de nuevos grandes inversores. La fuerte subida de valor de este activo que se produjo en 2024 y que coincide con la aprobación de los ETF de Bitcoin al contado en Estados Unidos no se puede explicar mediante el modelo de este estudio, al constituir un factor nuevo que no estaba presente en su periodo de análisis. No obstante, la aparición de nuevas variables explicativas no es sorprendente dado el patrón previamente identificado.

### Dificultades en la monitorización de la actividad de mercado

Cabe destacar la dificultad para monitorizar el valor de mercado de los criptoactivos. Los datos procedentes de una *blockchain* (o cadena de bloques)<sup>10</sup> de Bitcoin tienen ventajas como su inmutabilidad y transparencia, lo que permite analizar transacciones, agrupar direcciones en clústeres, estimar la concentración de saldos o la actividad de los *mineros*<sup>11</sup> más importantes<sup>12</sup>.

Sin embargo, existen ciertas limitaciones en este tipo de datos que dificultan monitorizar transacciones entre países, evaluar riesgos para la estabilidad financiera o detectar actividades ilícitas como el lavado de dinero.

En primer lugar, los datos del *blockchain* no incluyen información sobre la ubicación ni la identidad de los agentes, lo que dificulta segmentar la actividad de este mercado por países. Aunque las técnicas de *clustering* y la identificación de direcciones asociadas a plataformas de intercambio pueden reducir parcialmente el anonimato, no son suficientes para la identificación precisa de transacciones. Además, las transacciones procedentes del *blockchain* excluyen operaciones dentro de *exchanges* centralizados<sup>13</sup>, donde los activos pueden cambiar de propietarios sin quedar reflejados en la cadena.

Finalmente, la fragmentación de fuentes de información y la falta de estándares de reporte limitan la monitorización homogénea, lo que hace necesario complementar el análisis con datos externos o proporcionados por terceros (externos a las autoridades prudenciales financieras), con los riesgos asociados que ello implica.

### Criptoactivos y ETF

Los inversores en criptoactivos prefieren el mercado *spot* (o mercado al contado)<sup>14</sup> para llevar a cabo sus transacciones por su inmediatez y simplicidad, entre otros motivos. Este mercado tiene una capitalización actual de alrededor de tres billones de dólares, y los criptoactivos sin respaldo, especialmente Bitcoin y Ethereum, son los activos más negociados<sup>15</sup>.

<sup>8</sup> SHAP es un método de interpretabilidad basado en teoría de juegos que permite asignar a cada variable una contribución clara en la predicción de un modelo de inteligencia artificial. Véase S. M. Lundberg y Su-In Lee (2017) “A Unified Approach to Interpreting Model Predictions”, *Advances in neural information processing systems*, vol. 30.

<sup>9</sup> La dificultad de minado es un parámetro que se ajusta automáticamente para mantener constante el intervalo promedio de creación de bloques. En la red Bitcoin, para validar las transacciones, los mineros deben resolver un problema matemático cuyo nivel de complejidad aumenta o disminuye conforme a la capacidad de cómputo total, asegurando un ritmo estable de generación de bloques.

<sup>10</sup> El *blockchain* (o cadena de bloques) es una tecnología de registro distribuido que almacena datos en bloques enlazados cronológicamente y asegurados criptográficamente, lo que garantiza su inmutabilidad y permite la verificación descentralizada de transacciones.

<sup>11</sup> Un *minero* en un participante de una red *blockchain* que valida y agrupa transacciones en bloques mediante la resolución de problemas computacionales, a cambio de una recompensa en forma de criptoactivos.

<sup>12</sup> Véase J. M. Carbó, H. Jahanshahloo y J. C. Piqueras (2024) “Análisis de fuentes de datos para seguir la evolución de Bitcoin”. Documento Ocasional 2411, del Banco de España.

<sup>13</sup> Los *exchanges* centralizados son plataformas que intermedian la compraventa de criptoactivos y gestionan internamente los saldos de sus usuarios. Las transferencias entre cuentas dentro de la misma plataforma no se registran en la *blockchain* pública.

<sup>14</sup> En el mercado *spot*, el inversor compra y vende diversos activos digitales directamente, sin utilizar un vehículo intermedio de transacción, como un ETF.

<sup>15</sup> Según datos en tiempo real obtenidos de [coinmarketcap](#).

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Gráfico 3

Capitalización de mercado de los activos bajo gestión en ETF de criptoactivos como porcentaje de la capitalización de mercado total del activo (a)

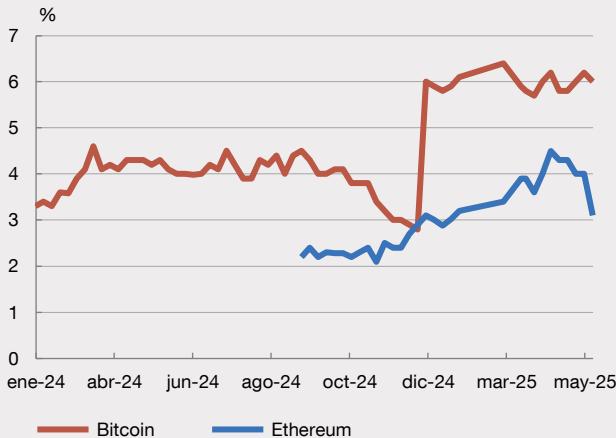


Gráfico 4

Capitalización de MVIS como porcentaje de la capitalización del S&P 500 (b)



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

- a Datos semanales. Se incluyen tanto ETF sobre Bitcoin al contado como sobre futuros.  
 b Datos mensuales.

Sin embargo, a pesar del éxito del mercado spot, el mercado de ETF referenciado a criptoactivos muestra un potencial de crecimiento significativo. En particular, los ETF sobre Bitcoin, al contado o sobre futuros, ya suponen alrededor del 6 % del total de capitalización de mercado de este activo (3,1 % en caso de Ethereum), véase gráfico 3<sup>16</sup>. Esta cifra es significativa, considerando que el primer ETF de sobre Bitcoin (BTCC) se lanzó en 2021 y que los ETF sobre Bitcoin al contado no se han autorizado en Estados Unidos hasta 2024<sup>17</sup>.

Los ETFs sobre criptoactivos se comercializan mayoritariamente en Estados Unidos, aunque podría esperarse un aumento de su comercialización en Europa en los próximos años<sup>18</sup>. En torno a esta cuestión, es necesario tener en cuenta que la Unión Europea cuenta, desde el año 2024, con una regulación aplicable a los criptoactivos. El Reglamento MiCA (Markets in Crypto-Assets)<sup>19</sup> regula la emisión de las denominadas

stablecoins y también de otras clases de criptoactivos distintos de los stablecoins, la prestación de servicios sobre criptoactivos en la Unión Europea, la protección de los titulares de criptoactivos y de los clientes de los servicios de criptoactivos, las medidas dirigidas a prevenir operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado en relación con los criptoactivos, a fin de garantizar la integridad de los mercados de criptoactivos, y distintas obligaciones de reporte de información, que podrían ayudar a solucionar algunas de las lagunas antes señaladas.

El marco regulatorio de MiCA se aplica a todos aquellos criptoactivos no regulados por la legislación de la Unión Europea aplicable a los instrumentos financieros. Con ello se pretende dotar de seguridad y garantías para los titulares de esos criptoactivos. Esta regulación puede contribuir a facilitar a los bancos y fondos de inversión la comercialización de productos financieros basados en criptoactivos, como

16 Según datos en tiempo real obtenidos de [coinmarketcap](#).

17 El primer ETF spot de Bitcoin se lanzó en Canadá en febrero de 2021 (BTCC). El primer ETF sobre futuros de Bitcoin se lanzó en EEUU en 2021 (BITO). EEUU lanzó el primer ETF spot de Bitcoin en 2024.

18 Véase [enlace](#).

19 El Reglamento MiCA (*Markets in Crypto-Assets*), Reglamento (UE) 2023/1114, es una normativa europea aprobada por el Parlamento Europeo y el Consejo que tiene como objetivo establecer un marco regulatorio común para los mercados de criptoactivos en toda la Unión Europea. Véase más detalles de esta regulación en este [enlace](#).

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

es el caso de los ETF. Al mismo tiempo, este marco regulatorio también puede reducir la probabilidad de escenarios de desarrollo desordenado de este mercado, con potenciales mayores riesgos para el sistema financiero.

Gran parte del éxito de los ETFs sobre criptoactivos se debe a que permiten un acceso más simple de los inversores (minoristas e institucionales) a la negociación de criptoactivos y/o a la inversión en diferentes empresas relacionadas con la tecnología *blockchain*. Esto hace posible invertir en uno o varios activos a la vez mediante una participación en el ETF.

En definitiva, los ETFs sobre criptoactivos han contribuido a reducir el coste de transacción y el coste de entrada en este sector, en un entorno de negociación regulado, lo que incrementa la liquidez de este mercado, sobre todo en períodos favorables. Sin embargo, pese al crecimiento y desarrollo de estos productos, el inversor en este tipo de activos se enfrenta a importantes retos, dado el elevado riesgo sobre sus valoraciones de mercado y los potenciales problemas relacionados con la ciberseguridad.

### Desarrollos regulatorios y supervisores en Estados Unidos de relevancia para la digitalización de las finanzas y para los criptoactivos

Varias de las Órdenes Ejecutivas (en adelante, “OE”) promulgadas por la nueva administración presidencial estadounidense desde su toma de posesión afectan al sector tecnológico y a la digitalización de las finanzas. En concreto, el 23 de enero se emitió la OE *“Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology”*, dirigida a promover las transacciones de individuos y entes privados en las redes públicas de *blockchain*, la custodia de activos digitales y el desarrollo de *stablecoins* respaldadas por el dólar estadounidense. Simultáneamente, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) emitió el *Staff Accounting Bulletin 122*, que otorga una mayor flexibilidad a las entidades financieras tradicionales interesadas en ofrecer servicios de custodia de criptoactivos.

El 6 de marzo se emitió la OE *“Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile”*, por la que se crea una Reserva de Bitcoin

Estratégica y una Reserva de Activos Digitales (distintos de Bitcoin) de Estados Unidos. De acuerdo con esta OE, la Reserva de Bitcoin Estratégica podrá nutrirse tanto de incautaciones en procedimientos civiles y penales como de adquisiciones por el Departamento del Tesoro, mientras que en el caso de la Reserva de Activos Digitales solo podrá incorporar activos a través de incautaciones<sup>20</sup>.

Además, se encuentran en proceso de aprobación la *GENIUS Act* y la *STABLE Act*, que pretenden definir “*stablecoins* de pago” como aquellas que sean reembolsables por un importe fijo predeterminado y mantengan activos de reserva sólo liquidables para dicho reembolso. Para aquellas denominadas en dólares estadounidenses, se exige a los emisores mantener un dólar de activos de reserva por cada dólar de *stablecoins* emitidas, y se fija un régimen regulatorio que limita los activos de reserva a depósitos asegurados a la vista, reservas del banco central, y activos de deuda pública a corto plazo aprobados por los reguladores.

Adicionalmente, cabría destacar que la propuesta estadounidense eximiría a los emisores de dichas *stablecoins* de pago de los requerimientos de capital exigidos a la banca tradicional, imponiendo normas específicas de capital, liquidez y gestión de riesgos, así como de información acerca de los mecanismos de reembolso, e informes sobre la composición de la reserva certificados por los administradores del emisor de la *stablecoin*, y “examinados” por auditores (pero no necesariamente auditados).

La existencia de una regulación sobre criptoactivos en la Unión Europea y en Estados Unidos que difiera en algunos de los requisitos regulatorios exigidos a sus emisores podría justificar, en todo caso, una mayor atención y vigilancia. Una misma *stablecoin* puede ser emitida tanto por un emisor situado en la Unión Europea como por otro fuera de ella (*multi-issuance scheme*, por su término en inglés). En este caso, uno de los dos que puede estar sujeto a unas obligaciones regulatorias más exigentes frente a los titulares de esa *stablecoin*. Si eso se produce, ese emisor podría tener que afrontar dichas obligaciones, no sólo frente a los titulares de sus emisiones de esa *stablecoin*, sino también frente a los titulares de las emisiones de esa *stablecoin* realizadas por el otro emisor, sujeto a unos requisitos y obligaciones más laxos.

20 Para más información sobre estas reservas de criptoactivos, véase la nota al pie 4.

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Ese posible escenario podría requerir una particular atención, en la medida en que podría comprometer la situación financiera del emisor sujeto a requisitos y obligaciones más exigentes y, en última instancia, en función de la importancia sistémica que alcancen estos modelos de *multi-issuance scheme*, la estabilidad financiera.

Por último, a finales de abril de 2025, la Junta de la Reserva Federal ha relajado distintas guías supervisoras relacionadas con la actividad de los bancos con criptoactivos. En primer lugar, ha rescindido su guía supervisora de 2022 que establecía, entre otras expectativas sobre la gestión de los riesgos asociados a los criptoactivos, que los bancos bajo su autoridad notificaran las actividades actuales o planeadas que tuvieran relación con estos activos. En su lugar, supervisará las actividades de criptoactivos de los bancos a través del proceso normal de supervisión.

La Junta rescinde también su guía supervisora de 2023 con respecto al proceso de no objeción para la participación de bancos con licencia estatal bajo su autoridad en actividades de pago apoyadas en tecnología *blockchain* y con denominación en dólares (actividad basada en *dollar tokens*). Hasta ahora, en base a este procedimiento, estos bancos necesitaban demostrar al supervisor que podían desarrollar estas actividades de forma segura y recibir una autorización escrita antes de iniciarlas.

Por último, la Junta, con otras agencias reguladoras de Estados Unidos ha retirado dos declaraciones previas emitidas en 2023 sobre las actividades y exposiciones de los bancos a los criptoactivos. La Junta ha comunicado que trabajará con otras agencias para considerar si es apropiado brindar orientación adicional para apoyar la innovación financiera, incluidas las actividades de criptoactivos<sup>21</sup>.

### Implicaciones para la estabilidad financiera

Las cautelas expresadas en el capítulo especial del IEF de primavera de 2022 sobre los riesgos vinculados a los

criptoactivos siguen vigentes<sup>22</sup>. Estos riesgos incluyen los ya mencionados de mercado y los relacionados con la ciberseguridad. Actualmente, la importancia sistémica de estos riesgos es limitada dado el tamaño relativamente pequeño de este mercado. Por ejemplo, a principios de 2025, el valor bursátil del índice MVIS representaba un 6.2% del S&P 500, un 5,8% a la última fecha de datos disponible, tras las turbulencias de abril (véase Gráfico 4). No obstante, si continúa la expansión de los mercados de criptoactivos, su importancia podría aumentar en el futuro.

A este respecto, la aparente resiliencia del mercado de criptoactivos desde 2018, con fluctuaciones, pero superando distintos períodos de corrección, y el desarrollo de ETFs y las reformas normativas de Estados Unidos refuerzan las expectativas de expansión. Persiste la idea entre buena parte de los partícipes de este mercado de que la tecnología *blockchain* puede suponer, sin más cualificación, nuevas formas solventes de dinero, de medios de pago o de inversión. El interés de la nueva Administración de Estados Unidos en este mercado agudiza el riesgo de arraigo de estas ideas.

Todas estas percepciones se han desarrollado a pesar de las importantes limitaciones de los criptoactivos. La falta de un anclaje para el valor de los criptoactivos sin respaldo, como Bitcoin, los invalida como medio de depósito o de pago. Su aceptación como activos de inversión se ve favorecida por contextos sociales que permitan la proliferación de *manías*<sup>23</sup>. Los riesgos personales y sociales de estos activos, como el fraude, los esquemas piramidales o la desviación de recursos de sus usos productivos tienden a ser infravalorados en un entorno de elevadas rentabilidades a corto plazo.

Otras limitaciones fundamentales de estos activos se relacionan con el elevado coste energético necesario para validar los criptoactivos más descentralizados y los riesgos de concentración de este mercado (e. g., riesgos operacionales en las redes menos descentralizadas).

21 Para una descripción más completa de los cambios en las guías supervisoras sobre criptoactivos de la Junta de la Reserva Federal de Estados Unidos, véase [nota de prensa](#) de 25 de abril de 2025.

22 Véase la nota al pie 1 de este recuadro.

23 El término «manía» denota la desconexión irracional y colectiva entre valor de mercado y valor intrínseco. Véase C.P Kindleberger y R.Z Albier (2005) «[Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras](#)», Ariel Economía.

## ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CRIPTOACTIVOS Y DE SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

Además, se pueden generar posibles situaciones de fraude de mercado, como se evidenció en el caso FTX<sup>24</sup>.

La valoración de riesgo de las *stablecoins* puede ser más favorable cuando sus características y su uso están regulados según estándares prudenciales sólidos. En Europa, el reglamento MiCA, ya mencionado antes, ha reforzado la seguridad de estos activos, lo que podría permitir, eventualmente, nuevos canales de pago. Sin embargo, estos usos son todavía muy limitados, en comparación con el empleo de *stablecoins* como vehículo de acumulación valor o como medio auxiliar de pago exclusivo para la operativa con criptoactivos sin respaldo.

La reciente intensificación de las tensiones geopolíticas constituye un contexto particular y diferenciado, que ha propulsado la adopción de los criptoactivos y que es fuente de preocupación. Los países que no están alineados con Estados Unidos pueden utilizar los criptoactivos como sustituto del dólar, si bien los desarrollos en este sentido son todavía limitados. La precaución geopolítica detrás este cambio también se identifica en iniciativas de sustitución de redes de pago internacionales, como Swift.

Estas distorsiones geopolíticas pueden dar lugar a políticas públicas en relación con los criptoactivos con efectos potencialmente negativos sobre la estabilidad financiera. La potencial incorporación de Bitcoin a los activos de reserva de un banco central supone un posible ejemplo en este sentido. Su capacidad para estabilizar el tipo de cambio sería reducida dadas sus limitaciones como instrumento de pago. Asimismo, la inestabilidad de su valor desaconsejaría su empleo para acumular riqueza pública. Por último, el objetivo que pueden adoptar algunos países de obtener una posición dominante en el segmento de *stablecoins* (con un uso predominante de la divisa nacional como activo de cobertura) puede proporcionar incentivos para relajar los estándares de

seguridad de estos activos, buscando una rápida expansión de estos<sup>25</sup>.

En este entorno, las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés) emergen como una alternativa para ofrecer servicios de pago modernos con la misma seguridad que el efectivo. Las CBDC permiten disfrutar de las ventajas tecnológicas de los criptoactivos (por ejemplo, inmediatez de las transacciones), reducir los riesgos operacionales para los usuarios y, en función del diseño implementado, aproximarse a las principales características del dinero fiat (dinero cuyo valor viene concedido por la ley) como medio de pago y unidad de medida. De esta forma, las CBDC podrían ser un sustituto atractivo de ciertas categorías de criptoactivos, como las *stablecoins*, limitando su crecimiento y los riesgos vinculados.

Desde esta perspectiva, la prohibición por parte de la nueva administración de Estados Unidos en su Orden Ejecutiva sobre criptoactivos del 23 enero, citada ya más arriba, de cualquier avance hacia una CBDC en dólares puede tener efectos negativos indeseados sobre la estabilidad del sistema monetario global.

En cualquier caso, la introducción de una CBDC requiere un análisis detallado de sus costes y beneficios, una estrategia de implementación que prime el beneficio de la sociedad y la consistencia con los objetivos de estabilidad de precios y de estabilidad financiera del banco central que la emite. En relación con el último, es particularmente relevante analizar el efecto que la introducción una CBDC pueda tener sobre los depósitos bancarios y, en consecuencia, sobre la liquidez y el coste de financiación de los bancos, así como sobre su rentabilidad y solvencia. A título de ejemplo, en el proyecto en desarrollo del euro digital, el BCE considera dos elementos concretos del diseño de esta CBDC (la no remuneración de los saldos y la fijación de límites a los mismos) explícitamente vinculados a la limitación de los riesgos para la estabilidad financiera<sup>26</sup>.

24 FTX es una plataforma de negociación de criptoactivos en situación concursal y sujeta a acusaciones de fraude a clientes. Véase [Coinledger](#).

25 Véase la Orden Ejecutiva de 23 de enero de 2025 ya mencionada del Presidente de EEUU “[Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology](#)”.

26 Véase [Dictamen](#) del BCE de 31 de octubre de 2023 (CON/2023/34).





# 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 en las discusiones mantenidas por el Banco de España con distintos expertos externos (véase recuadro 5.1) y en el análisis propio.

### 5.1 Riesgos geopolíticos

**Los riesgos geopolíticos han aumentado con respecto a la fecha de publicación del anterior Informe de Estabilidad Financiera (IEF), en otoño de 2024.** El deterioro del contexto geopolítico ha sido identificado como el principal riesgo para la estabilidad financiera por el

análisis propio del Banco de España y por la mayoría de los expertos externos consultados (véase de nuevo el recuadro 5.1).

#### *Guerra comercial e incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos*

**Las políticas de la nueva Administración de Estados Unidos, sobre las que persiste una elevada incertidumbre, han comenzado a mostrar un impacto adverso sobre la actividad y las condiciones financieras a nivel global.** El viraje hacia una política comercial más proteccionista en Estados Unidos, apoyada en mayores aranceles, ha conducido a revisiones a la baja a nivel global de las previsiones de crecimiento de la actividad económica (véase sección 5.3) y ha originado importantes turbulencias en los mercados financieros (véanse sección 4.2 y sección 5.2). Tras los anuncios sobre aranceles del 2 de abril, la incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos y la posible reacción internacional ante las mismas ha crecido marcadamente, desde niveles que ya eran elevados (véase gráfico 5.1). La consolidación o extensión de la escalada arancelaria entre Estados Unidos y el resto del mundo, y en particular de la guerra comercial con China, podría repercutir de forma más adversa sobre la actividad económica mundial y sobre los mercados financieros internacionales que lo observado hasta el momento.

**Las consecuencias económicas de las medidas proteccionistas de Estados Unidos dependen crucialmente de la reacción de otros países y de las negociaciones sobre las mismas.** La propia magnitud de la perturbación, que modifica significativamente relaciones comerciales que se habían mantenido estables en el tiempo, dificulta su valoración, al poder afectar a cadenas globales de valor y provocar importantes efectos de desviación del comercio mundial. En cualquier caso, el efecto de los aranceles de Estados Unidos será heterogéneo entre países en función de sus distintas redes de relaciones comerciales y del diferente tratamiento por países que se ha establecido en las medidas anunciadas. Además, es difícil predecir actualmente el escenario final de políticas comerciales que prevalecerá como resultado de las negociaciones entre Estados Unidos y otros países, como China, y la intensidad con la que sus efectos actuarán a través de canales comerciales y financieros. Los anuncios recientes de acuerdos entre Estados Unidos y China en materia comercial reducen las tensiones, pero no resuelven completamente la incertidumbre existente<sup>1</sup>. El recuadro 5.2 recoge un análisis de distintos escenarios hipotéticos a este respecto y de sus efectos sobre actividad e inflación en distintas zonas geográficas.

**En el caso de la Unión Europea (UE), el impacto negativo sobre la actividad económica de estas políticas puede ser potencialmente significativo, al ser una economía muy expuesta al comercio internacional.** Este efecto sería heterogéneo entre países, situándose España en el rango de menor incidencia por su menor exposición comercial directa a Estados

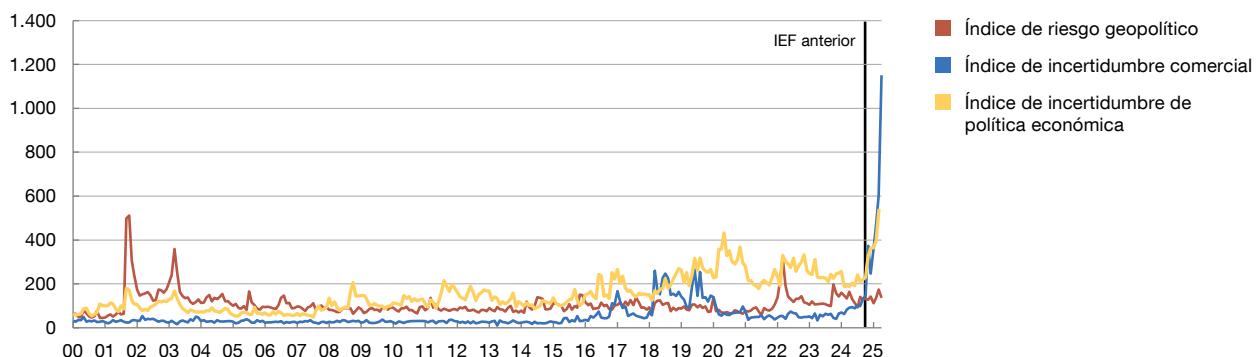
---

<sup>1</sup> El 12 de mayo de 2025, Estados Unidos y China [anunciaron](#) una relajación de la guerra comercial con la suspensión de parte de sus aranceles durante 90 días.

Gráfico 5.1

**Los índices de incertidumbre comercial y de política económica han aumentado marcadamente ante los anuncios sobre el incremento de los aranceles de EEUU**

5.1.a Índices de riesgo geopolítico, incertidumbre comercial e incertidumbre de política económica (a)



**FUENTE:** Economic Policy Uncertainty. Última observación: abril de 2025 (índices de riesgo geopolítico y de incertidumbre comercial) y marzo de 2025 (índice de incertidumbre de política económica).

a. El índice de riesgo geopolítico procede de Dario Caldara y Matteo Iacoviello. (2021), "Measuring Geopolitical Risk". *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225. El índice de incertidumbre comercial procede de Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino and Andrea Raffo. (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59. El índice de incertidumbre de política económica procede de Steven J. Davis. (2016), "An Index of Global Economic Policy Uncertainty", NBER Working Paper Series, 22740, National Bureau of Economic Research.

Unidos. El incremento de aranceles de Estados Unidos tiene un efecto incierto y difícil de cuantificar actualmente sobre la inflación de la UE. Por una parte, puede introducir presiones al alza sobre los precios (por ejemplo, incremento del precio de *inputs* de producción obtenidos en los mercados internacionales), pero también efectos deflacionarios (por ejemplo, por la caída del gasto como consecuencia de la menor confianza de hogares y empresas, por la menor demanda externa de Estados Unidos o por el redireccionamiento de flujos comerciales de China hacia la UE).

**El mantenimiento de una política fiscal expansiva en Estados Unidos plantea riesgos relevantes sobre las condiciones macrofinancieras globales.** Esta orientación fiscal podría favorecer en primera instancia el crecimiento a corto plazo del PIB de ese país, y del conjunto de la actividad económica global, operando en sentido contrario a otras políticas como el incremento de los aranceles. No obstante, también elevaría los riesgos al alza sobre la inflación, lo que podría propiciar el endurecimiento de su política monetaria y condiciones financieras globales más duras. Adicionalmente, una política fiscal laxa puede elevar el perfil de riesgo de la deuda pública estadounidense, reduciendo su valor como activo refugio y afectando a la confianza de los inversores a nivel global.

**La incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos afecta también a la regulación financiera.** La relajación de la normativa podría estimular la actividad económica global a corto plazo y generar presiones competitivas sobre las entidades financieras sujetas a otras

jurisdicciones, donde podrían surgir incentivos a corto plazo para desregular igualmente. Las comunicaciones de responsables de la Reserva Federal de Estados Unidos y algunas de las órdenes ejecutivas aprobadas por la Administración del presidente Trump en sus primeros meses de mandato refuerzan la expectativa de una regulación financiera más laxa en este país (véase recuadro 5.3). La posición central del sistema financiero de Estados Unidos y de su moneda en las transacciones financieras internacionales hacen que el debilitamiento de su regulación financiera pueda originar una mayor acumulación de riesgos sistémicos a nivel global.

**La elevada incertidumbre sobre las políticas económicas de Estados Unidos y el aumento del proteccionismo podrían debilitar el papel de los activos denominados en dólares para facilitar los flujos comerciales y financieros internacionales.** Una eventual pérdida de confianza en estos activos denominados en dólares tendría consecuencias adversas significativas para el sistema financiero internacional. El dólar estadounidense ocupa una posición central en el mismo, derivada de la profundidad y liquidez de los mercados financieros de Estados Unidos, así como de su fortaleza institucional y su estabilidad macroeconómica (véanse los gráficos A2.5.1.1 y A2.5.1.2 en el anexo 2). Los recientes cambios en las políticas económicas de Estados Unidos podrían terminar erosionando la confianza en su economía, disminuyendo el atractivo de su deuda pública, e incentivar el uso internacional de otras monedas. Esta posibilidad supondría una transformación significativa del sistema monetario internacional, lo que contribuye al nivel elevado de incertidumbre actual. No obstante, ninguna de las principales divisas es en la actualidad una alternativa para reemplazar al dólar, por lo que se podría observar una mayor fragmentación financiera, lo que conllevaría pérdidas de eficiencia y aumento de los costes de intermediación en los mercados financieros internacionales<sup>2</sup>.

#### *Conflictos militares y expansión del gasto en defensa*

**Por otra parte, los conflictos en Oriente Próximo y entre Rusia y Ucrania mantienen su potencial de escalada a pesar de las iniciativas diplomáticas para su contención.** Si esta escalada se produjera, afectaría negativamente las condiciones económicas mundiales, a través de disrupciones en las cadenas globales de suministro, en particular de materias primas energéticas, y de un aumento generalizado de la aversión al riesgo. A este entorno se suman nuevas tensiones militares entre India y Pakistán, latentes en los últimos años.

**En el nuevo contexto geopolítico, la UE ha anunciado amplios programas de expansión del gasto militar para atender las mayores necesidades de defensa.** Este aumento del gasto público, que podría conllevar un cierto impulso a la actividad de cara al futuro, implica un elevado coste fiscal. El uso de la emisión de deuda para financiar al menos parte de este gasto

---

<sup>2</sup> El término «fragmentación financiera» se refiere a la ruptura o división de un mercado financiero en varios submercados con un grado de conexión limitada o inexistente.

puede aumentar los tipos de interés a largo plazo y endurecer las condiciones financieras dentro de la UE. Además, se traduciría en una menor capacidad futura para que la política fiscal pudiera absorber otras perturbaciones y podría desplazar la financiación destinada al sector privado. Por su parte, el aumento de la presión fiscal para financiar estos gastos evitaría incrementar el endeudamiento público, pero tendría un efecto negativo más inmediato sobre la actividad.

#### *Incertidumbre política en Europa*

**La incertidumbre política en Europa hace menos previsible la evolución de las políticas económicas, en particular la fiscal.** La situación política en Francia repercute en una evolución incierta de políticas clave, como la fiscal, ámbito en el que dicho país mantiene un déficit elevado, del 5,8 % del PIB. La formación de un gobierno de coalición en Alemania puede contener la incertidumbre política en este país, si bien el primer intento fallido de investidura que afrontó el nuevo canciller el 6 de mayo pondría de manifiesto cierta fragilidad. Además, los retos subyacentes de adaptación de la economía alemana al entorno de tensiones geopolíticas elevadas (por ejemplo, suministro energético, competitividad comercial e incremento del gasto de defensa) continuarán planteando previsiblemente importantes desafíos políticos en este país. En el caso de España, el contexto parlamentario hace también menos previsible la evolución de las políticas económicas, en particular los planes de consolidación dentro del ámbito fiscal. Esta incertidumbre es identificada por las empresas españolas como uno de los principales factores que pueden impactar negativamente su actividad (véase sección 2.1).

#### *Posibles impactos de los riesgos geopolíticos*

**La economía española, con un grado de apertura exterior significativo, podría verse afectada por los desarrollos desfavorables en la actividad global en un escenario de crisis geopolítica.** En particular, un menor crecimiento del PIB mundial como consecuencia del aumento del proteccionismo y de la incertidumbre asociada a su alcance podrían frenar la actividad de España a través de diversos canales comerciales y financieros. Como se ha señalado ya, un factor mitigador de los riesgos sobre la demanda exterior sería la menor exposición comercial directa de España a Estados Unidos en comparación con otros países europeos.

**La materialización de riesgos geopolíticos afectaría de forma significativa a la situación financiera de todos los sectores en España.** La reducción de la actividad económica global afectaría de forma negativa a la renta de los hogares y las empresas no financieras, reduciendo la capacidad de pago de sus obligaciones financieras. Esto resultaría en un mayor coste por provisiones por deterioros del riesgo de crédito para el sector bancario. Además, el incremento de los costes financieros presionaría adicionalmente la carga por intereses y la calidad crediticia de hogares y empresas no financieras, y el sector bancario

también afrontaría una financiación más cara, especialmente la proveniente de los mercados financieros. El efecto en la generación del margen de intereses bancario sería ambiguo en función de los tramos de la curva de tipos más afectados en estos escenarios. En cualquier caso, los riesgos sobre la rentabilidad bancaria se orientarían a la baja ante el potencial deterioro significativo de la calidad crediticia.

**El grado de vulnerabilidad sectorial a estos riesgos es, no obstante, heterogéneo.** El bajo nivel de endeudamiento de hogares y empresas no financieras, junto con la disponibilidad de amplia financiación minorista por parte del sector bancario, mitigan en parte estas preocupaciones. Por el contrario, las Administraciones Públicas, al partir de una situación más vulnerable, podrían afrontar mayores restricciones financieras ante el aumento del coste de su deuda.

## 5.2 Corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros

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

**La posibilidad de que se materialicen correcciones abruptas e intensas de las valoraciones en los mercados financieros internacionales se mantiene como un riesgo elevado para la estabilidad financiera.** Como se ha recogido en el capítulo 4, las valoraciones de los activos financieros con riesgo siguen en niveles altos a pesar de la incertidumbre geopolítica y de la corrección de los mercados tras las medidas arancelarias anunciadas por la nueva Administración de Estados Unidos en abril. Las primas de riesgo bursátiles y los diferenciales de coste de la deuda corporativa de alto rendimiento se sitúan en niveles históricamente reducidos<sup>3,4</sup>. En particular, a pesar de las correcciones observadas desde principios de abril, las primas de riesgo bursátiles se encuentran en Estados Unidos y Europa en valores bajos, que no se venían observando de forma sostenida en el tiempo desde 2008 (véase gráfico 5.2.a). La volatilidad de los mercados bursátiles, por su parte, ha retorna a niveles en línea con la media histórica (véase gráfico 5.2.b).

**Estas valoraciones podrían ser frágiles, al implicar todavía previsiones muy favorables de la evolución macroeconómica y de los beneficios empresariales.** Un cambio en las perspectivas de los inversores debido a la materialización de perturbaciones adversas podría ocasionar correcciones abruptas de las cotizaciones que, a su vez, se verían potencialmente amplificadas si los intermediarios financieros con baja liquidez o un elevado apalancamiento realizaran ventas aceleradas de sus activos. Cambios inesperados en las políticas económicas y comerciales o nuevos eventos geopolíticos adversos podrían actuar como detonantes de

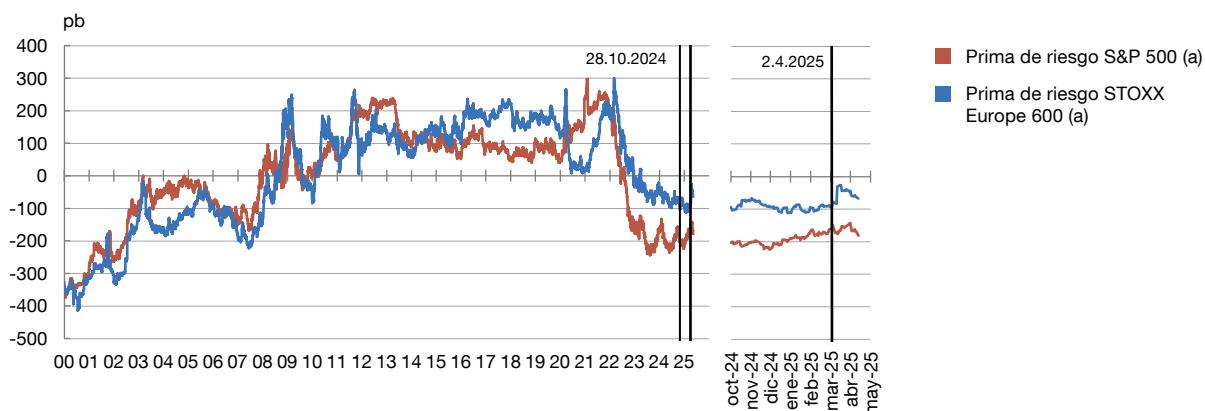
<sup>3</sup> La prima de riesgo bursátil es la diferencia entre el rendimiento exigido a la inversión en bolsa y el tipo libre de riesgo. Un valor reducido (alto) de esta prima implica una elevada (baja) disposición de los inversores bursátiles a asumir riesgos, exigiendo así una menor (mayor) compensación por los mismos.

<sup>4</sup> Los diferenciales del coste de la deuda corporativa se definen como la diferencia entre el rendimiento exigido a los valores de deuda emitidos por empresas de este sector y el tipo libre de riesgo del plazo equivalente. Véase gráfico 4.12 para más información.

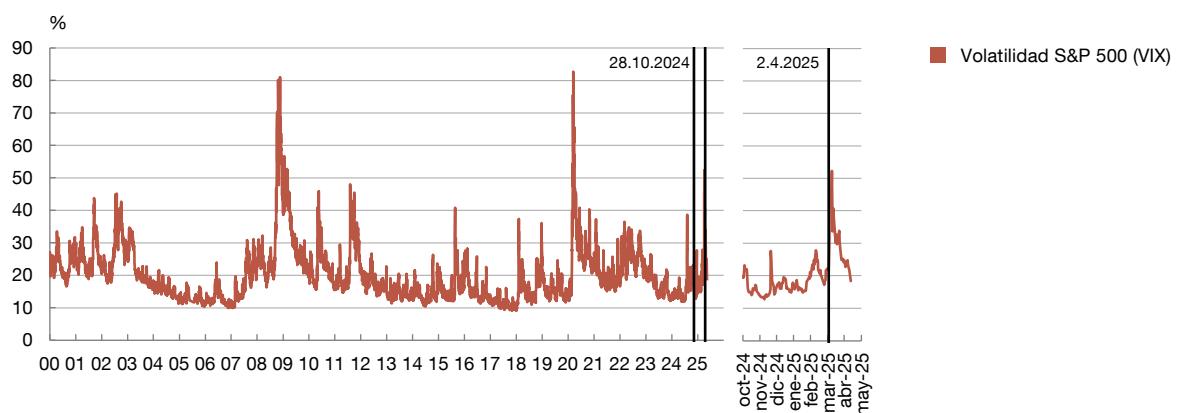
Gráfico 5.2

**Las primas de riesgo bursátiles se sitúan en niveles históricamente reducidos pese a la elevada incertidumbre geopolítica y al aumento reciente de la volatilidad**

#### 5.2.a Primas de riesgo bursátil



#### 5.2.b Volatilidad bursátil



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

a Datos en desviación respecto a la media del período 2000-2025. 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]. La media del período 2000-2025 es 449 puntos básicos (pb) para el S&P 500 y 560 pb para el STOXX Europe 600.

estas correcciones. En este contexto, el repunte de la volatilidad observado en abril señala la mayor fragilidad de las valoraciones bursátiles (véase gráfico 5.2.b).

#### *Importancia sistémica del sector tecnológico*

**La posible corrección de la valoración de empresas tecnológicas añade un factor adicional de riesgo de mercado.** Como se ha señalado en la sección 4.2 y en el número anterior de este Informe, se observa una elevada concentración de la capitalización bursátil

Gráfico 5.3

**Un grupo reducido de empresas tecnológicas de EEUU concentra el incremento de valoraciones bursátiles desde 2023, exponiendo al conjunto del mercado a los riesgos propios de su negocio**

### 5.3.a Índices bursátiles en EEUU (a)



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

a Las líneas verticales se corresponden con el 28 de octubre (fecha de cierre del IEF anterior), con el 27 de enero de 2025 (anuncio del modelo R1 de la empresa tecnológica china DeepSeek) y con el 2 de abril de 2025 (escalada del conflicto arancelario).

b Magnificent 7 incluye a Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta, Google y Tesla.

en un número reducido de empresas tecnológicas<sup>5</sup>. Esto hace posibles correcciones abruptas del conjunto de la capitalización bursátil si cambian las expectativas sobre los beneficios de las innovaciones tecnológicas o sobre la capacidad de estas empresas para retenerlos. La irrupción de DeepSeek y su efecto negativo en la valoración de empresas vinculadas a la fabricación de *hardware* avanzado sobre inteligencia artificial (IA) ilustra la incertidumbre existente en torno a estas expectativas (véase gráfico 5.3). A pesar de esta corrección y de la posterior vinculada al conflicto arancelario, las valoraciones de este sector se mantienen en niveles elevados.

### *Posibles impactos de los riesgos en los mercados financieros*

**Los riesgos de corrección de los mercados financieros están relacionados en buena medida con factores externos a la economía española, pero son igualmente relevantes para ella debido a las interconexiones internacionales.** Por ejemplo, posibles perturbaciones sobre el valor de las empresas tecnológicas en Estados Unidos o sobre los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de este país se traducirían en condiciones financieras globales más duras debido a la posición central de su sistema financiero en los mercados globales. Al respecto, las fricciones observadas en el mercado de deuda pública de Estados Unidos y la depreciación del dólar, discutidos en la sección previa y en el capítulo 4, señalan la importancia de los riesgos en los mercados financieros vinculados a este país. En

5 Véase el recuadro 1.2 del Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024.

este contexto, el elevado nivel de endeudamiento público en España puede hacer su coste más sensible a estas perturbaciones. El sector bancario español y los hogares y empresas no financieras también podrían experimentar mayores costes financieros, aunque los afrontarían desde una posición de partida más fuerte. En este tipo de escenarios, a nivel internacional, ciertos intermediarios del sector financiero no bancario con apalancamiento elevado y posiciones de liquidez ajustadas (por ejemplo, fondos internacionales de inversión de carácter abierto o *hedge funds*) pueden amplificar las correcciones de valoración y transmitir las tensiones de mercado a través de sus interconexiones con otros intermediarios.

## 5.3 Riesgos macroeconómicos

### *Menor crecimiento global*

**La economía mundial mantuvo su senda de crecimiento en la segunda mitad de 2024. Sin embargo, conforme ha ido avanzando el año actual, los indicadores muestran un sensible deterioro de las perspectivas económicas globales** (véase gráfico 5.4.a). El incremento de la incertidumbre en torno a las políticas económicas en Estados Unidos y las ya discutidas restricciones en el ámbito comercial han propiciado un apreciable deterioro de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores. Como se ha señalado, las previsiones más recientes del Fondo Monetario Internacional apuntan a una ralentización económica prácticamente generalizada en la mayor parte de las economías. Las perspectivas en Estados Unidos y en China se ven afectadas negativamente por la escalada arancelaria, mientras que las proyecciones de crecimiento en el área del euro también se revisan a la baja. En esta última, el modesto avance del PIB se apoyaría en los servicios y el consumo privado, así como en la expansión fiscal prevista en Alemania.

**A pesar de lo anterior, se espera que España prolongue en los próximos trimestres su trayectoria de crecimiento —aunque a ritmos más moderados—, si bien se enfrenta a evidentes riesgos a la baja en un contexto internacional muy complejo.** En 2024, la mejora de la actividad en España estuvo especialmente impulsada por el consumo público y privado y el dinamismo de las exportaciones de servicios. Las previsiones de crecimiento publicadas en marzo —que se revisaron al alza respecto a las vigentes en el IEF de otoño de 2024— anticipaban que este se apoyaría principalmente en la demanda interna, en particular el consumo privado, pero también en la aceleración de la formación bruta de capital<sup>6</sup>. En sentido contrario, la aportación del sector exterior pasaría a ser negativa. Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto solo la materialización de algunos de los riesgos a la baja considerados en estas previsiones, cuyos supuestos se fijaron antes del anuncio de la nueva política arancelaria de Estados Unidos (véase el *Informe Anual 2024* del Banco de España).

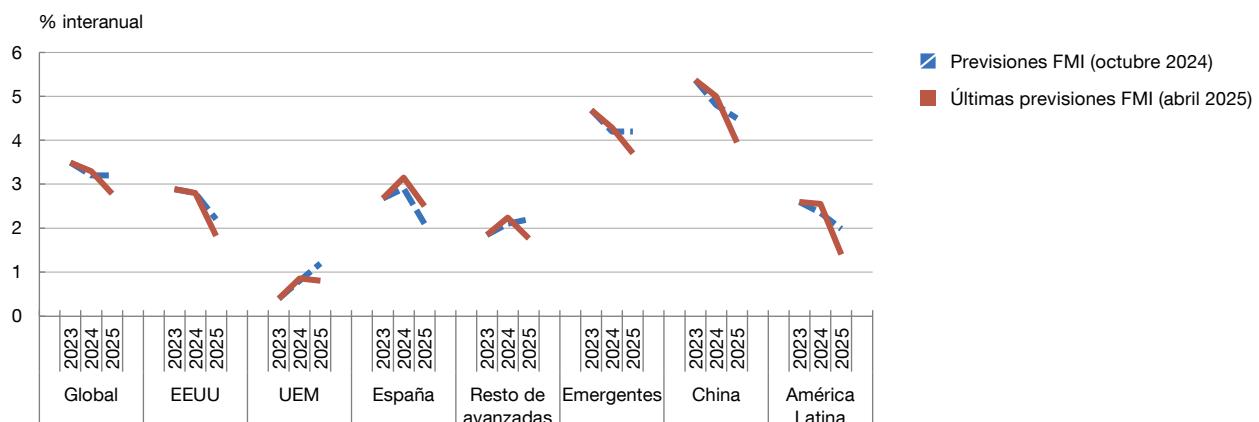
---

<sup>6</sup> Véase “Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2025”.

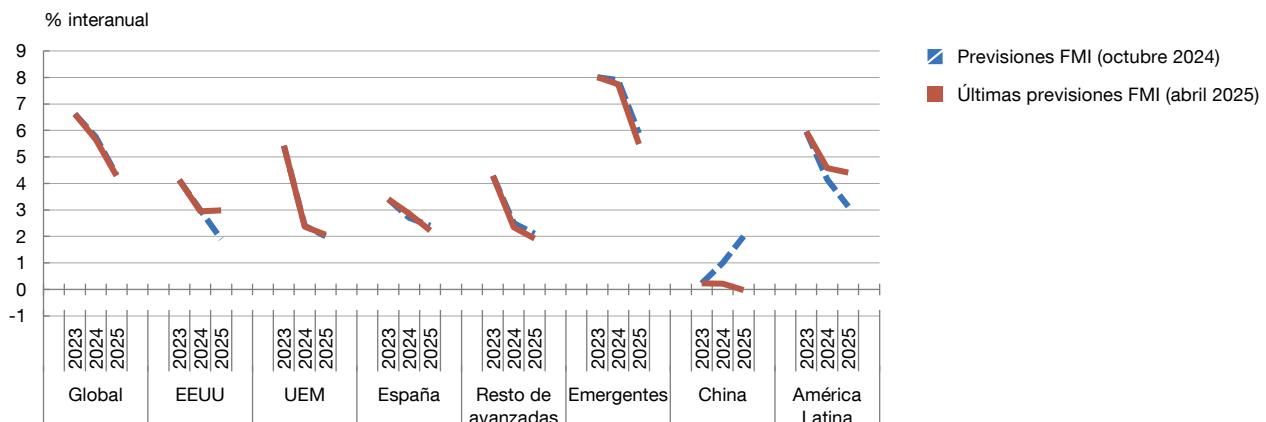
Gráfico 5.4

**Las perspectivas de crecimiento mundial se revisan a la baja en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y comercial**

5.4.a Crecimiento del PIB. Observado y previsiones (a)



5.4.b Inflación. Observada y previsiones (a)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a Agregados del *World Economic Outlook*, salvo para América Latina, que está compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

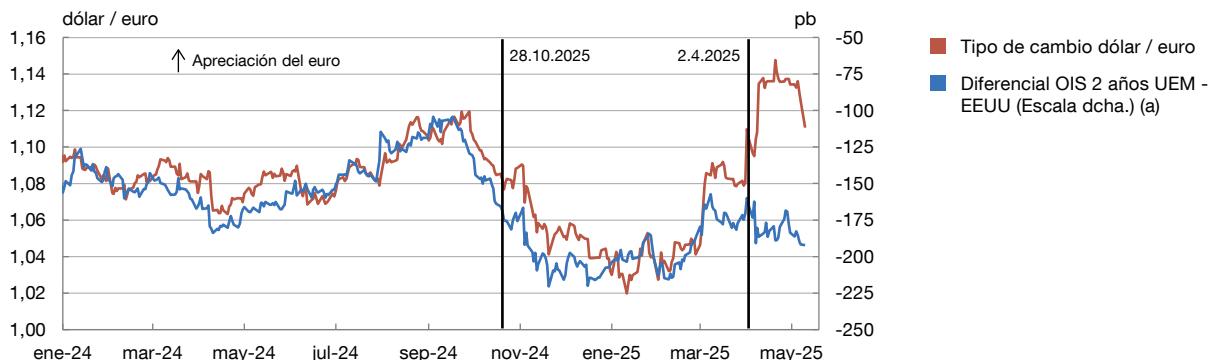
*Divergencia en la política monetaria de las principales economías avanzadas*

**El proceso de normalización de la inflación se ha ralentizado a nivel global en el período reciente.** Las tasas de inflación han dejado de disminuir en los últimos meses en la mayoría de las regiones, debido a la resistencia a la baja de la inflación de los servicios y al incremento de los precios energéticos. Las expectativas de inflación a corto plazo se han elevado, particularmente en economías como Estados Unidos, en un contexto de recrudecimiento de las tensiones proteccionistas. No obstante, de cara a los próximos trimestres, el escenario central en el área del euro sigue siendo de convergencia paulatina en el horizonte de previsión hacia el nivel objetivo del 2 % (véase gráfico 5.4.b).

Gráfico 5.5

Condicionado por las tensiones comerciales, el dólar se ha depreciado recientemente respecto al euro, pese a la mayor reducción de los tipos de política monetaria en el área del euro

5.5.a Diferencial de tipos de interés y tipo de cambio bilateral entre EEUU y el área del euro



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

a. El tipo OIS aproxima el tipo de interés libre de riesgo.

**En este contexto, las políticas monetarias de las principales economías avanzadas han comenzado a mostrar divergencias.** Mientras que el Banco Central Europeo continuó reduciendo los tipos de interés oficiales y los mercados y los analistas han mantenido las expectativas de mayores rebajas a lo largo de 2025, en Estados Unidos la Reserva Federal pausó en enero el proceso de relajación monetaria. Esta divergencia y las diferentes perspectivas de crecimiento han tenido su reflejo en la evolución de los mercados cambiarios, con la apreciación del dólar hasta finales de 2024 y una evolución volátil de su tipo de cambio en 2025 (véase gráfico 5.5). En los meses recientes, la depreciación del dólar estaría más asociada a la incertidumbre en torno a otras políticas económicas de Estados Unidos que a consideraciones estándar sobre política monetaria.

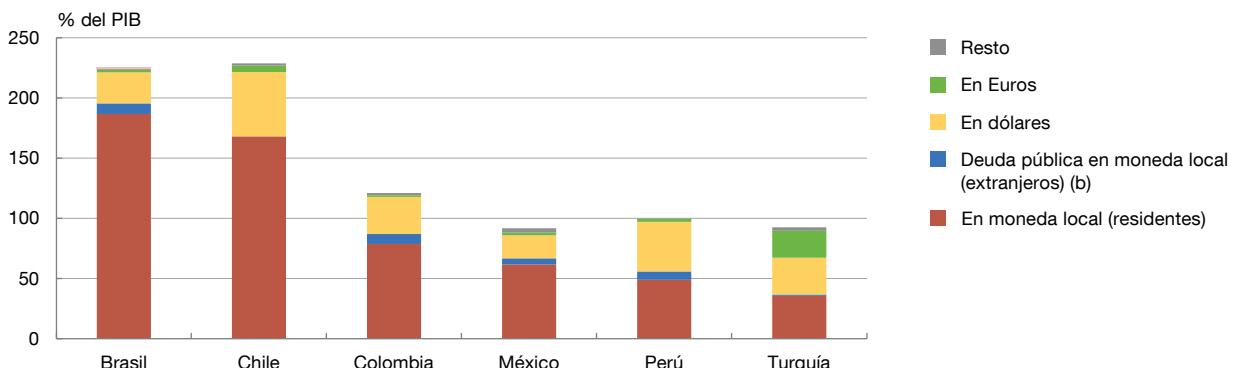
**Las economías emergentes son particularmente vulnerables a la incertidumbre que rodea la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y al valor del dólar.** Esta incertidumbre podría desembocar en tensiones en los mercados financieros internacionales y en cambios bruscos de los flujos de capitales y las condiciones financieras globales, que afectarían en mayor medida a estas economías<sup>7</sup>. A su vez, esto podría acarrear en buena parte de ellas un tono más restrictivo de sus políticas monetarias y una reducción del crédito bancario. Las economías emergentes potencialmente más vulnerables a las tensiones financieras globales serían aquellas con un mayor porcentaje de deuda denominada en moneda extranjera o en cuyos mercados de deuda locales la presencia de inversores extranjeros sea más alta (véase gráfico 5.6.a). Hasta ahora, estas economías han mostrado resiliencia al entorno incierto (véase, por ejemplo, el gráfico 4.14), pero los riesgos señalados permanecen.

7 Véase la ficha 14 del *Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2024*.

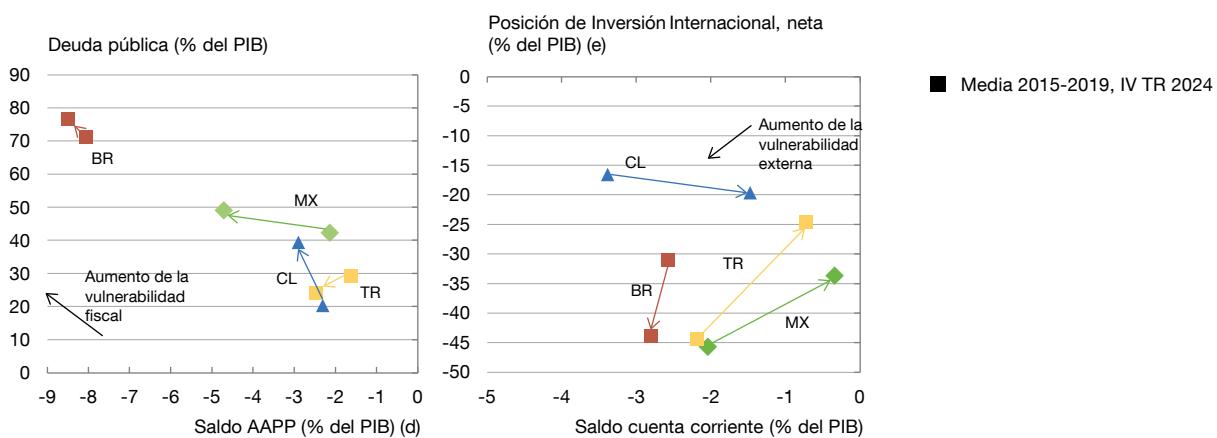
Gráfico 5.6

**Las economías emergentes con mayores pasivos denominados en moneda extranjera y peor posición fiscal presentan un mayor grado de vulnerabilidad financiera al entorno de riesgos actual**

5.6.a Composición de la deuda por monedas (a)



5.6.b Indicadores de vulnerabilidad (c)



**FUENTES:** Refinitiv y estadísticas nacionales. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

- a Desglose por monedas de la deuda de empresas no financieras, hogares, bancos y sector público.
- b Deuda del Gobierno en moneda local en manos de no residentes.
- c Pares de valores de cada variable para la media entre los años 2015 y 2019 (punto de inicio, origen de la flecha) y el cuarto trimestre de 2024 (punto final, extremo de la flecha). BR: Brasil, CL: Chile, MX: México y TR: Turquía.
- d Superávit (+) o déficit (-) público como porcentaje del PIB.
- e Activos frente al exterior menos pasivos frente al exterior (*stocks*) como porcentaje del PIB.

### Otros riesgos macroeconómicos

**El sector bancario español mantiene negocios en economías emergentes donde se identifican riesgos adicionales vinculados a desequilibrios fiscales y a su posición exterior.** En algunos de estos países, como México o Brasil, los riesgos más relevantes están relacionados con las vulnerabilidades fiscales (véase gráfico 5.6.b). En Turquía ha proseguido la corrección progresiva de sus desequilibrios macrofinancieros, si bien el proceso de reducción de la inflación está siendo muy gradual, lo que podría limitar el ciclo de relajación monetaria iniciado por el banco central.

**La economía española afronta riesgos adicionales sobre su crecimiento vinculados al empleo, la inmigración y la vivienda.** Por un lado, el crecimiento podría verse frenado por una evolución más desfavorable de lo previsto de la creación de empleo o por la ralentización de los flujos migratorios, que han sido claves para explicar el crecimiento reciente de nuestra economía. Por otro lado, un potencial agravamiento de los problemas de accesibilidad a la vivienda podría llegar a constituir un cuello de botella para el crecimiento. Las crecientes dificultades de accesibilidad implican destinar mayores recursos a la vivienda y menos a otros bienes y servicios. Además, estas dificultades podrían limitar la movilidad laboral y las mayores ganancias de competitividad y productividad asociadas, lastrando el crecimiento potencial de la economía.

## 5.4 Ciberriesgos

**La gestión de los ciberriesgos representa una prioridad para el sector financiero.** Tras la reducción en el número de ciberincidentes significativos para las entidades bancarias europeas observada después de la pandemia, los dos últimos años estos han experimentado un incremento notable (véase gráfico 5.7), en especial debido a ataques de denegación de servicio y ataques de *ransomware* a proveedores de servicios<sup>8</sup>. En 2024, de hecho, se ha alcanzado el máximo de la serie histórica disponible<sup>9</sup>. De acuerdo con los contactos mantenidos con los analistas externos (véase de nuevo el recuadro 5.1) y con la información supervisora disponible, las entidades bancarias españolas están abordando de forma prioritaria estos riesgos, que constituyen una de sus mayores amenazas emergentes. Esta percepción también es compartida a escala europea<sup>10</sup>.

**Aunque el potencial disruptivo de los ciberriesgos en la operativa de las entidades es alto, su traslación a una crisis de estabilidad financiera no es evidente.** El canal más plausible a través del cual los ciberriesgos podrían acabar desencadenando una crisis sistémica sería el de provocar una crisis de liquidez generalizada. Esta tendría su origen en una retirada de fondos abrupta por parte de los clientes ante la aparición de noticias sobre un incidente operativo grave. Para que esto ocurra es necesario, por un lado, que el incidente sea suficientemente severo y duradero como para erosionar la confianza de los clientes en la recuperación de sus fondos. Por otro lado, el incidente debería alcanzar a todo el sistema o

---

<sup>8</sup> Un ataque de denegación de servicio es un tipo de ataque a un sistema, aplicación o dispositivo para dejarlo fuera de servicio debido a una saturación de peticiones. Un ataque *ransomware* se basa en la introducción de un software maligno cuya funcionalidad es «secuestrar» un dispositivo en su arranque o la información que contiene de forma que la víctima no podrá acceder a la misma salvo que pague un rescate.

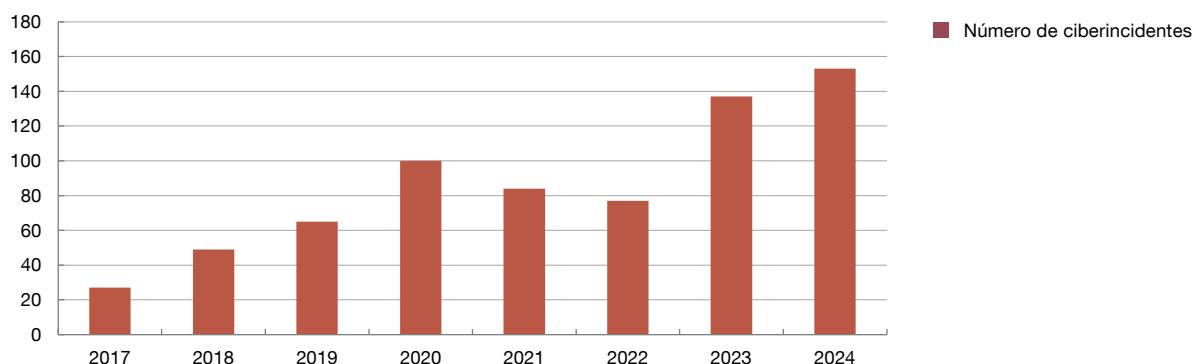
<sup>9</sup> Otros indicadores también apuntan a una mayor incidencia de ciberataques en 2024. Por ejemplo, [según información ofrecida](#) por el proveedor privado Chainalysis, los robos de criptomonedas por parte de hackers vinculados al gobierno de Corea del Norte crecieron hasta los 1.340 millones de dólares en 2024, más del doble que el año anterior y la cifra anual más alta registrada hasta ahora. Prosiguiendo con esta tendencia creciente, el 21 de febrero de 2025 el Grupo Lazarus, presuntamente promovido por el Gobierno norcoreano, llevó a cabo el mayor robo de criptomonedas de la historia al sustraer casi 1.500 millones de dólares en Ether del *crypto exchange* Bybit, superando así en un solo ataque el monto total de todo 2024.

<sup>10</sup> Según se deduce de las respuestas de los bancos a la encuesta de evaluación de riesgos de la Autoridad Bancaria Europea, publicada dentro de su *Informe de Evaluación de Riesgos*, tanto en [julio](#) como [noviembre](#) de 2024.

Gráfico 5.7

**El refuerzo de la ciberresiliencia es clave en un contexto de aumento significativo de los ciberincidentes de mayor impacto en las entidades europeas**

5.7.a Ciberincidentes significativos reportados al MUS por entidades significativas. Número de eventos



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: 2024.

gran parte de este, lo que requiere impactar a un número amplio de entidades con marcos operativos diversos. Por último, incluso en dicho escenario (ataque con afectación severa, duradera y generalizada), los organismos supervisores podrían desplegar las facilidades específicas en materia de liquidez de las que disponen para contener su impacto.

**El refuerzo de la ciberresiliencia es una prioridad de las autoridades gubernamentales y los supervisores financieros a nivel europeo y nacional.** La capacidad de disruptión de los ciberriesgos justifica el amplio espectro de las políticas generales y sectoriales desplegadas. La traspósición de la [Directiva NIS2](#) fortalecerá el marco ya existente de buenas prácticas sobre ciberseguridad de forma transversal<sup>11</sup>. En el ámbito bancario, las autoridades han definido a las entidades sus expectativas supervisoras sobre ciberseguridad. También ha habido avances significativos en términos de la operacionalización del reglamento europeo sobre resiliencia operativa digital, de la coordinación en la Junta Europea de Riesgo Sistémico de las actuaciones de respuesta a ciberincidentes o de la priorización de los ciberriesgos en el programa de trabajo del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). La implantación de pruebas controladas de identificación de vulnerabilidades y capacidad de respuesta ante ciberincidentes en las entidades ([TIBER](#), *Threat Intelligence-based Ethical Red-teaming*) contribuyen también al instrumental disponible para fortalecer la ciberresiliencia<sup>12</sup>.

11 La Directiva NIS2 establece un marco jurídico unificado para defender la ciberseguridad en 18 sectores críticos de toda la UE.

12 El *Cyber Lexicon* del Consejo de Estabilidad Financiera define la ciberresiliencia como la capacidad de una organización para continuar llevando a cabo su misión, anticipándose y adaptándose a las ciberamenazas y a otros cambios relevantes en su entorno, así como resistiendo, contenido y recuperándose rápidamente ante ciberincidentes.

**A pesar de los factores de mitigación existentes, la posible aplicación de la innovación tecnológica para desarrollar nuevas formas de ciberataques plantea incertidumbres.** Por ejemplo, el uso de la IA y de la computación cuántica pueden generar nuevas amenazas, aunque también proporcionar nuevas formas de defensa frente a ellas. En este contexto, es necesario evitar un exceso de confianza ante la capacidad de resistencia frente a escenarios conocidos y disponer de sistemas (por ejemplo, redundancias o repositorios *off-line*) robustos ante escenarios extremos.

**Por último, la dinámica de bloques a nivel global puede incrementar el número de ciberataques con motivación geopolítica.** Estos tienen un mayor potencial disruptor que los asociados a la ciberdelincuencia, debido a los recursos disponibles en los aparatos de defensa de los Estados soberanos.

## INFORMACIÓN EXTERNA SOBRE RIESGOS Y VULNERABILIDADES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Con el objetivo de reforzar la identificación de los principales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera que pueden afectar a la economía española, el Banco de España ha realizado un proceso de recopilación de información externa.

Como parte de esta iniciativa, entre febrero y marzo de 2025 se interactuó con distintos expertos en el ámbito de la geopolítica y en el sector bancario. En algunos de estos encuentros, se circuló previamente un cuestionario sobre riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera que sirvió de guía para estructurar la discusión.

Este recuadro ofrece una síntesis de las opiniones de los distintos grupos contactados 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 valiosa a este.

Los encuentros con distintos expertos permitieron identificar su percepción sobre los principales riesgos que pueden incidir sobre la estabilidad financiera (véase gráfico 1). Entre ellos, el riesgo geopolítico destacó como el principal, siendo las tensiones comerciales (protecciónismo) y la situación de la Unión Europea (UE) las mayores preocupaciones en este ámbito. Los contactos subrayaron la importancia de identificar adecuadamente la naturaleza de las distintas facetas de

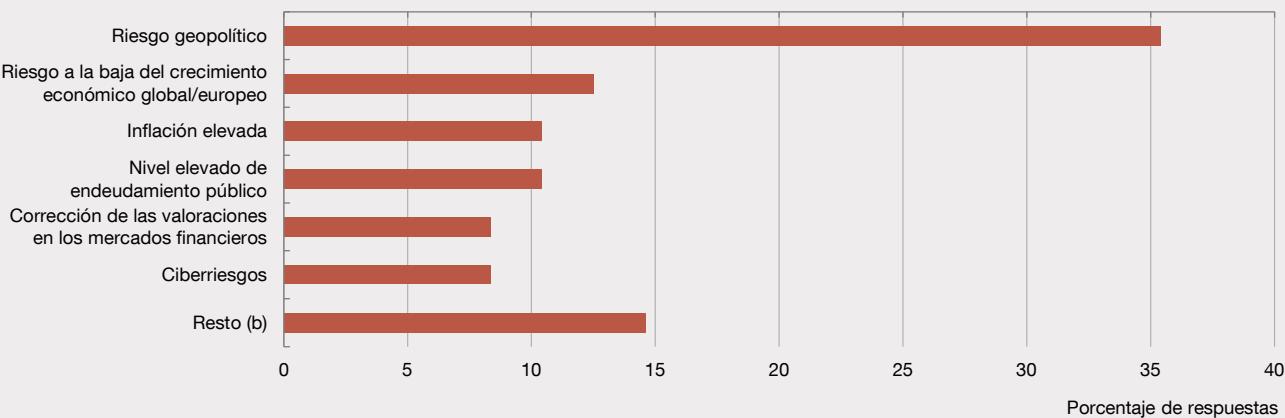
los riesgos geopolíticos y cómo se materializan en riesgos inherentemente financieros como los de crédito, de mercado u operacionales.

En segundo lugar, destaca el riesgo a la baja sobre el crecimiento económico, tanto a escala mundial como europea, en un contexto de elevada incertidumbre. En tercer lugar, se destacó el riesgo asociado a una inflación elevada y persistente, derivada tanto de políticas económicas como de fluctuaciones en los precios energéticos. También identificaron el elevado endeudamiento público – en España, en otras economías relevantes en el ámbito europeo y en Estados Unidos – como una fuente relevante de riesgo. Se señaló, asimismo, el riesgo asociado a valoraciones elevadas de algunos activos financieros, que podrían estar expuestas a correcciones abruptas si se revisan a la baja las perspectivas del mercado.

Por último, señalaron los ciberriesgos como un factor relevante, poniendo el foco en los ataques a infraestructuras comunes, que pueden propagar la disrupción de la actividad a múltiples entidades y operadores en todo el mundo.

En cuanto a los encuentros con investigadores especializados en geopolítica, se puso de manifiesto que, en el contexto actual, los intereses geopolíticos prevalecen

Gráfico 1  
Principales riesgos para la estabilidad financiera (a)



FUENTE: Cuestionario del Banco de España a directores de riesgos y analistas de mercado circulado en febrero y marzo de 2025.

- 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 incluyen la fragmentación política, el sector inmobiliario, el cambio climático, la demografía, el incremento de la fiscalidad sobre los bancos, el deterioro de la posición de liquidez de la banca española y el apalancamiento de entidades financieras no bancarias.

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

sobre sus consecuencias económicas inmediatas. También se discutieron los obstáculos que enfrenta la UE para aumentar su autonomía estratégica y su capacidad de influencia internacional, y se recalcó la necesidad de reducir la fragmentación política y económica, también para el impulso de la industria de defensa<sup>1</sup>.

Se señaló que los conflictos en Oriente Medio y Ucrania, por sí mismos, se mantienen como polos de inestabilidad con capacidad de generar perturbaciones

macrofinancieras en el corto y medio plazo<sup>2</sup>. En cuanto a América Latina, la región se enfrenta a un período de elevada incertidumbre marcado por las turbulencias en el comercio internacional y se destacó el elevado endeudamiento en moneda extranjera de algunas economías como una fuente de primer orden de vulnerabilidad financiera<sup>3</sup>. Por último, se señaló la capacidad del Sahel para afectar a la economía española en los ámbitos comercial, energético y migratorio.

1 Para mayor profundidad sobre esta cuestión, véase Félix Arteaga, Daniel Fiott y Luis Simón. (2025), “*¿A por todas? El renacer industrial de la defensa española y europea*”, Realinstitutoelcano.org.

2 Véase Mira Milosevich-Juaristi. (2025), “*Guerra y paz en Ucrania: entre Múnich, Doha y Yalta*”, Realinstitutoelcano.org, para un análisis de las potenciales consecuencias de las negociaciones de paz emprendidas en relación con la guerra en Ucrania.

3 Véase Judith Arnal, José Juan Ruiz y Ernesto Talvi. (2023), “*Del relato a los datos: la crisis del SVB y la resiliencia de los bancos latinoamericanos*”, Realinstitutoelcano.org, para un análisis sobre la forma en que turbulencias financieras en EEUU pueden acabar propagándose a la banca de América Latina, en este caso en el contexto del crisis de la crisis de Silicon Valley Bank en 2023.

## IMPACTO MACROECONÓMICO DE DISTINTOS ESCENARIOS COMERCIALES HIPOTÉTICOS

A la luz de los anuncios realizados por la nueva Administración de Estados Unidos en el campo de sus políticas comerciales, el *Informe Anual 2024* del Banco de España ha analizado cómo diferentes escenarios hipotéticos sobre la evolución futura de los aranceles en las distintas regiones económicas y de sus distintos canales de transmisión podrían afectar el crecimiento y la inflación a nivel global y en España.

Para ello, se han utilizado dos modelos de equilibrio general multi-país: el modelo NiGEM, que incluye la mayoría de las principales economías, pero no tiene desglose sectorial, y el modelo multi-país y multisectorial

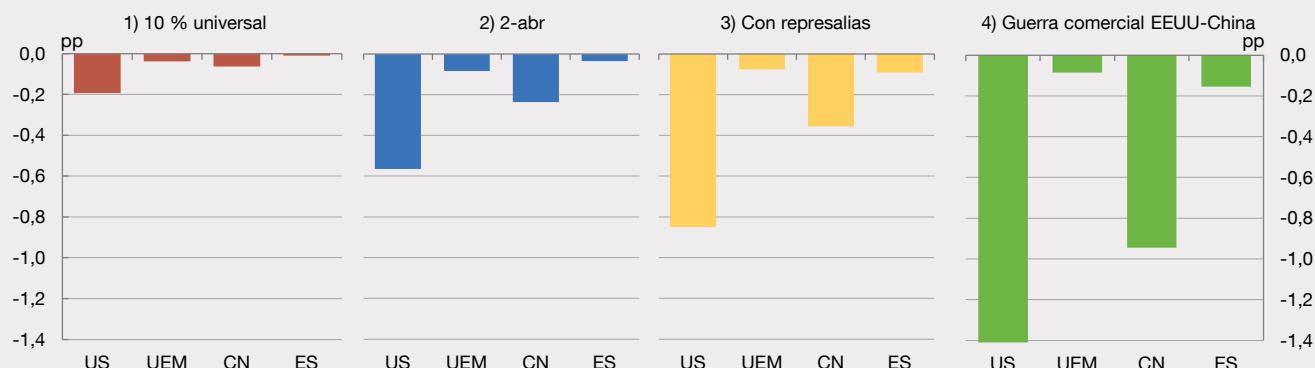
del Banco de España<sup>1</sup>. Este último considera un número más reducido de países o bloques económicos (ocho en total), pero tiene en cuenta la existencia de consumos intermedios y ofrece un detallado desglose sectorial que permite analizar cómo se ve afectada la producción de los diferentes sectores dependiendo de su posición en las diversas fases de las cadenas de producción.

### Escenarios arancelarios

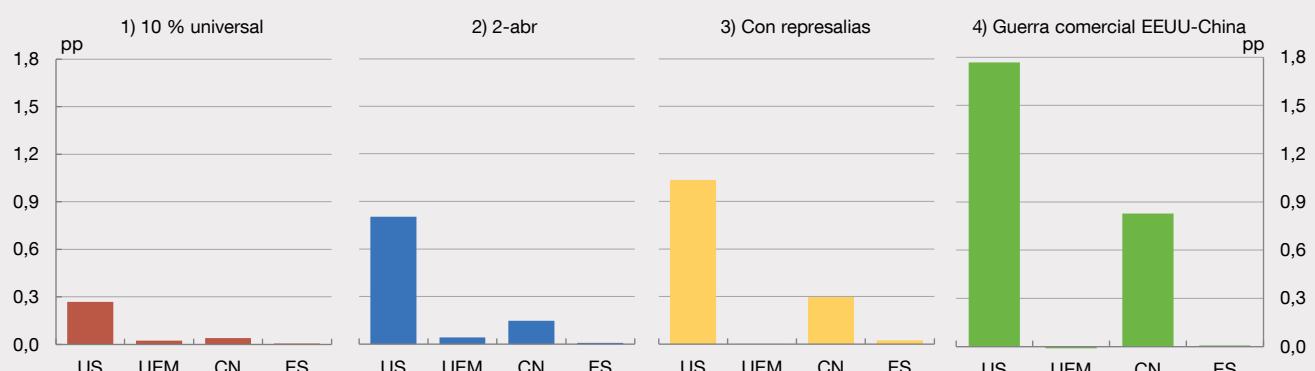
El análisis realizado considera los efectos que transcurren a través de canales comerciales en cuatro escenarios alternativos:

Gráfico 1  
Impacto en actividad e inflación a través de canales comerciales (a)

1.a Impacto sobre el PIB (desviación porcentual respecto al escenario base)



1.b Impacto sobre la tasa de inflación (desviación porcentual respecto al escenario base)



FUENTE: Elaboración propia usando los modelos NiGEM y el modelo multisectorial del Banco de España [Aguilar et al. (2025)].

a Las cifras reportadas son los impactos anuales medios durante los primeros tres años desde el incremento de aranceles, calculados usando el promedio de los modelos considerados.

1 Véase Pablo Aguilar, Rubén Domínguez-Díaz, José Elías Gallegos y Javier Quintana. (2025), "The Transmission of Foreign Shocks in a Networked Economy". Documento de Trabajo - Banco de España. De próxima publicación.

## IMPACTO MACROECONÓMICO DE DISTINTOS ESCENARIOS COMERCIALES HIPOTÉTICOS (cont.)

- 1. Arancel del 10 % universal:** Estados Unidos impone un arancel del 10 % a todas las importaciones de bienes, excepto a los productos energéticos.
- 2. Aranceles del 2 de abril:** Estados Unidos impone aranceles específicos a las importaciones de China, la UE y otros países, en línea con los anuncios del presidente Trump del 2 de abril.
- 3. Represalias:** en respuesta a los aranceles de Estados Unidos, el resto del mundo eleva de forma simétrica sus aranceles a las exportaciones estadounidenses.
- 4. Guerra comercial Estados Unidos-China:** escalada del conflicto arancelario entre Estados Unidos y China, con aranceles recíprocos elevados.

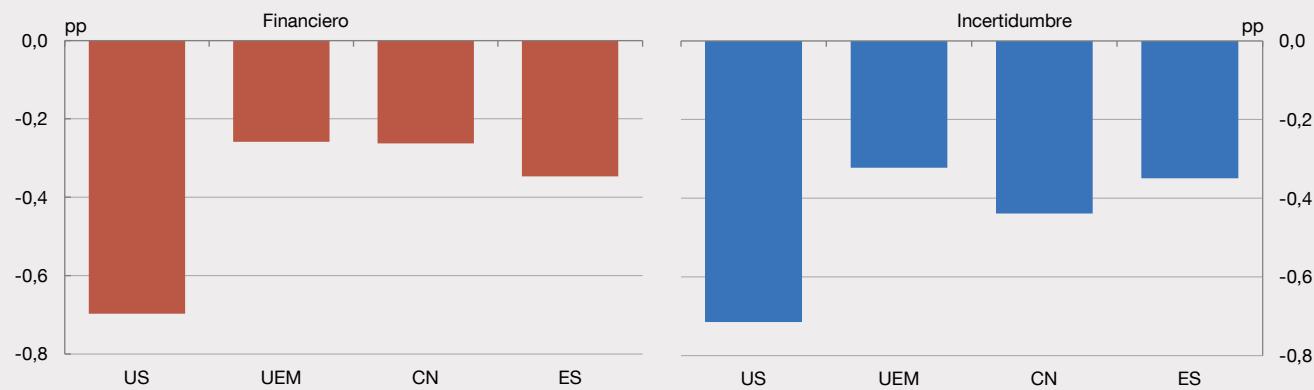
## Impacto en actividad e inflación a través de canales comerciales

En todos los escenarios simulados, el aumento de los aranceles reduce el dinamismo de la actividad económica global, como se observa en el gráfico 1. Este efecto es creciente con el nivel general de los aranceles y, por tanto, resulta más adverso en los escenarios con represalias y guerra comercial.

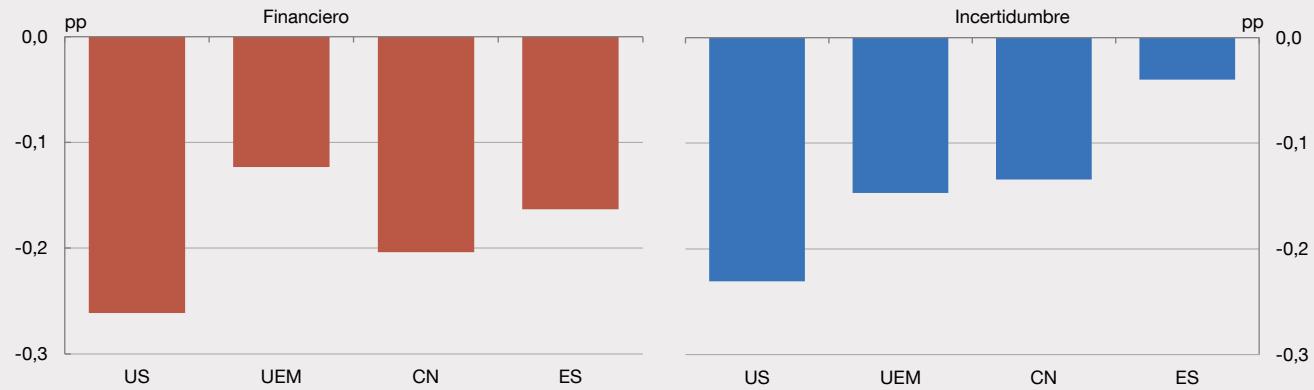
Por áreas geográficas, el impacto negativo es sensiblemente mayor en Estados Unidos que en el resto de los países. En el escenario de guerra comercial entre Estados Unidos y China, este último país también experimentaría una contracción significativa del PIB. Por el contrario, en el área del euro y España, los efectos son muy moderados.

Gráfico 2  
La importancia de los canales financieros y de incertidumbre (a)

## 2.a Impacto sobre el PIB (desviación porcentual respecto al escenario base)



## 2.b Impacto sobre la tasa de inflación (desviación porcentual respecto al escenario base)



FUENTE: Elaboración propia usando el modelo NiGEM.

a Las cifras reportadas son los impactos anuales medios durante los primeros tres años desde el incremento de aranceles.

## IMPACTO MACROECONÓMICO DE DISTINTOS ESCENARIOS COMERCIALES HIPOTÉTICOS (cont.)

Este mismo patrón se repite cuando se analizan los efectos de las medidas en los precios. Estados Unidos enfrentaría mayores presiones inflacionistas en todos los escenarios. Por su parte, en el área del euro y España, las presiones inflacionistas, que surgirían como consecuencia, fundamentalmente, de la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro, serían mucho más limitadas, debido a la acción de algunos factores compensadores: la menor actividad y los efectos de desviación de comercio, que desplazarían hacia el área del euro exportaciones de otros países que de otra manera se habrían dirigido a Estados Unidos.

En el escenario de aranceles del 2 de abril, los sectores más afectados en el área del euro y en España serían el farmacéutico, el químico y los metales básicos, este último por su papel destacado como consumo intermedio de muchos sectores exportadores de bienes. Por su parte, en el sector de servicios, las ramas más expuestas, de forma indirecta, serían aquellas que proveen de servicios intermedios a las exportaciones de bienes, como el transporte o los servicios profesionales, mientras que las exportaciones de turismo podrían verse beneficiadas por una eventual depreciación del euro.

#### Efectos amplificadores

Aunque las simulaciones anteriores muestran que, cuando solo se consideran los canales puramente comerciales, el aumento de aranceles tendría efectos destacados solo en Estados Unidos y, eventualmente, en

China, es necesario tener en cuenta la existencia de canales potencialmente amplificadores de dichos efectos.

En este sentido, en el *Informe Anual 2024* se exploran dos de estos canales, cuya acción se ha manifestado visiblemente a raíz de los diversos anuncios por parte de la nueva Administración americana de cambios de políticas en diversos ámbitos, especialmente en el comercial:

- Canal financiero: opera a través del deterioro de las condiciones financieras por el aumento de las rentabilidades de las deudas soberanas y los diferenciales corporativos, y las caídas en los índices bursátiles.
- Canal de incertidumbre: en el análisis realizado se ha calibrado a través del aumento observado en abril en el índice de incertidumbre en las políticas económicas (EPU).

En línea con la amplia evidencia empírica disponible, las simulaciones realizadas con el modelo NiGEM corroboran que estos canales pueden tener efectos negativos significativos sobre la demanda doméstica (consumo e inversión) y, por tanto, sobre la actividad económica, como se observa en el gráfico 2. Esto hace que las presiones deflacionistas tiendan a predominar en el área del euro y en la economía española, mientras que el repunte de la inflación se vería mitigado parcialmente en Estados Unidos y China.

## MEDIDAS DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ESTADOUNIDENSE SOBRE REGULACIÓN FINANCIERA

Como se ha señalado en el texto principal, la incertidumbre en torno al posicionamiento de la nueva administración presidencial y agencias estadounidenses en relación con la regulación del sistema financiero amenaza con convertirse en un factor adicional dentro del conjunto de crecientes riesgos geopolíticos. A las medidas que están adoptando en el ámbito interno de Estados Unidos, se suman la retirada de este país de algunas iniciativas globales, y las dudas sobre la implementación de acuerdos internacionales como Basilea III, que podrían arrastrar a otras jurisdicciones a una convergencia a la baja de los estándares regulatorios.

### Implementación de Basilea III en Estados Unidos

El 27 de julio de 2023, las agencias estadounidenses publicaron su propuesta de implementación de las reformas finales de Basilea III (conocida como «Basel III endgame»)<sup>1</sup>. Esta propuesta implicaba un aumento estimado del volumen de los requerimientos de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) para el sector bancario estadounidense de alrededor del 19 % y, en algunos aspectos, resultaba aún más exigente que dichas reformas finales<sup>2</sup>. Además, extendía requerimientos para las entidades de menor tamaño.

En septiembre de 2024, Michael Barr, entonces vicepresidente para Supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, pronunció un discurso en el que se anticipaban varias revisiones a la versión inicial del *Basel III endgame*, reduciendo el impacto estimado en los requerimientos del CET1 hasta un crecimiento del 9 %, mediante la eliminación de varias propuestas previas y la

inclusión de desviaciones con respecto a Basilea III en los marcos de riesgo de crédito, operacional y de mercado<sup>3</sup>.

En marzo, Michelle Bowman fue designada entre los miembros de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal como nueva vicepresidenta para Supervisión, en sustitución de Michael Barr. Bowman ya había mostrado su rechazo a la propuesta inicial de implementación de las reformas finales de Basilea III promovida por su predecesor y, en su discurso de confirmación ante el Senado el 10 de abril no hizo alusión a la implementación de Basilea III<sup>4</sup>.

No obstante, antes de su salida, Barr alertó en febrero de este año sobre los riesgos de que Estados Unidos incumpla su compromiso de adopción de las reformas de capital de Basilea III, lo que podría traducirse en desequilibrios competitivos, convergencia a la baja de los requerimientos prudenciales, y mayores exigencias a los bancos estadounidenses que operen en el extranjero<sup>5</sup>. También Jerome Powell, el presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, se mostró partidario de finalizar la implementación de Basilea III en una comparecencia ante el Senado en ese mismo mes<sup>6</sup>. Durante la misma, reiteró el compromiso de la Reserva Federal de trabajar con agencias estadounidenses como la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés)<sup>7</sup> y la Oficina del Interventor de la Moneda (OCC, por sus siglas en inglés)<sup>8</sup> para completar el *Basel III endgame*, y la expectativa de que el impacto en los requerimientos de capital sea neutro.

La incertidumbre en torno a la postura que finalmente adopte Estados Unidos está afectando a otras

1 Véase Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (2023) “Agencies request comment on proposed rules to strengthen capital requirements for large banks”.

2 Por poner algunos ejemplos, el *Basel III endgame*: i) prohibía el uso de modelos internos para el cómputo de capital regulatorio por riesgo de crédito, y en determinados casos para riesgo de mercado; ii) en el método estándar de riesgo de crédito, elevaba las ponderaciones de riesgo con respecto a Basilea III para la cartera *retail* y la cartera hipotecaria residencial, y no admitía otras más reducidas, como por ejemplo las contempladas para Pymes; o iii) para riesgo operacional, consideraba las pérdidas históricas únicamente en los casos en que contribuyesen a aumentar los requerimientos.

3 Véase M. Barr. (2024) “The Next Steps on Capital”, vicepresidente para Supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

4 Véase *vista de confirmación* de M. Bowman. (2025) como vicepresidenta para supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

5 Véase M. Barr. (2025) “Risks and Challenges for Bank Regulation and Supervision”, vicepresidente para Supervisión de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

6 Véase J. Powell. (2025) “The semiannual monetary policy report to the Congress”, Presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

7 La FDIC es una agencia independiente creada por el Congreso para mantener la estabilidad y la confianza pública en el sistema financiero nacional de Estados Unidos. Para cumplir esta misión, la FDIC asegura los depósitos; examina y supervisa la seguridad y solidez de las instituciones financieras y la protección del consumidor; facilita la resolución de instituciones financieras grandes y complejas; y gestiona las administraciones judiciales de instituciones financieras.

8 La OCC autoriza, regula y supervisa todos los bancos nacionales y asociaciones federales de ahorro, así como las sucursales y agencias federales de bancos extranjeros. La OCC es una oficina independiente dentro del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.

## MEDIDAS DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ESTADOUNIDENSE SOBRE REGULACIÓN FINANCIERA (cont.)

jurisdicciones, como por ejemplo Reino Unido, Canadá y la Unión Europea. En el caso de Reino Unido, se ha anunciado un retraso en la implantación de Basilea III hasta enero de 2027<sup>9</sup>. Canadá ha limitado al 67,5 % el suelo a los activos ponderados por riesgo, frente al 72,5 % establecido en el texto de Basilea III<sup>10</sup>. Por su parte, la Comisión Europea ha emitido una consulta sobre posibles revisiones al marco de riesgo de mercado (Fundamental Review of the Trading Book, «FRTB»), que podrían implicar el retraso de un año más en su implementación, hasta enero de 2027, e introducir modificaciones durante los tres años siguientes.

En sentido contrario, el Group of Governors and Head of Supervision (GHoS)<sup>11</sup> volvió a reafirmar su apoyo a una implementación de Basilea III de manera completa y consistente. Los miembros del GHoS consideran que las perturbaciones que se han producido en los mercados financieros en los últimos años han puesto de manifiesto la importancia de contar con un marco regulatorio internacional prudente para el sector bancario. Así, el GHoS encargó al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) proseguir con el seguimiento y evaluación del grado de implementación de Basilea III. Al mismo tiempo, el BCBS continuará el trabajo analítico y de supervisión relacionado con las turbulencias bancarias de 2023, por ejemplo, en materia de riesgo de liquidez y riesgo de tipo de interés.

### Medidas domésticas en el ámbito regulatorio y supervisor

En su discurso de confirmación ante el Senado<sup>12</sup>, Bowman apuntó hacia una reorientación de la supervisión para

recuperar el foco en los riesgos financieros esenciales<sup>13</sup>. Esto ya se está traduciendo en medidas concretas: por ejemplo, la OCC de Estados Unidos anuncio el 20 de marzo<sup>14</sup> que dejará de evaluar el riesgo reputacional<sup>15</sup> en las inspecciones de las instituciones bajo su ámbito supervisor, y está eliminando las referencias a dicho riesgo de sus manuales y guías. Por su parte, el ala republicana del Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes (cámara baja del Congreso de Estados Unidos), se ha mostrado favorable a que se elimine el componente de gestión del esquema de valoración supervisora (CAMELS, por sus siglas en inglés), prohibiendo asimismo el uso del riesgo reputacional como factor supervisor<sup>16</sup>.

Bowman aboga por un enfoque regulatorio pragmático e innovador, que tenga en cuenta a instituciones y mercados, y que elimine trabas innecesarias, en particular, se refirió a las que pudiesen afectar al mercado de deuda pública estadounidense, dejando entrever que las letras del Tesoro podrían volver a excluirse del denominador del *supplementary leverage ratio* de los bancos, como ya ocurrió a raíz de las turbulencias de marzo de 2020. También propuso impulsar un enfoque proporcional, con menores requerimientos para los bancos comunitarios y regionales, y criticó el volumen y complejidad del sistema regulatorio actual, que en su opinión contiene redundancias y conlleva costes innecesarios para los bancos y sus clientes.

Por otra parte, Bowman ha rechazado la realización de una prueba de resistencia adicional a los bancos estadounidenses relacionada con la escalada arancelaria<sup>17</sup>, similar a la que se hizo con motivo de la pandemia.

9 Veáse Prudential Regulation Authority (2025) “The PRA announces a delay to the implementation of Basel 3.1”.

10 Véase anuncio de 12 de febrero de 2025 de la Superintendencia de Instituciones Financieras de Canadá. Basilea III introduce un suelo a los activos ponderados por riesgo calculados de acuerdo con los modelos internos de las entidades bancarias (*output floor*, bajo la denominación original), de forma que estos no puedan ser inferiores al 72,5 % de la cifra correspondiente bajo el método estándar.

11 El GHoS es el órgano supervisor del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS por sus siglas en inglés). Véase el comunicado de prensa de mayo de 2025.

12 Véase enlace en la nota al pie 4.

13 Ya antes de ser propuesta para su cargo actual, Bowman aludió en su discurso “Brief Remarks on the Economy and Accountability in Supervision, Applications, and Regulation” de 17 de febrero de 2025 a lo que consideraba una exagerada atención que se ha venido prestando a aspectos como los riesgos tecnológicos y operacionales, controles internos o gobernanza.

14 Véase el anuncio del 20 de marzo de 2025 de la OCC: “OCC Ceases Examinations for Reputation Risk”.

15 El riesgo reputacional puede definirse como el riesgo derivado de la percepción negativa por parte de los participantes del mercado, que puede afectar negativamente a la capacidad de un banco para mantener relaciones comerciales existentes o establecer nuevas relaciones, y para el acceso continuado a fuentes de financiación.

16 CAMELS denota un sistema estándar internacional de calificación de entidades usado por los supervisores bancarios, dividido en seis categorías: *capital adequacy* (adecuación de capital), *asset quality* (calidad de los activos), *management* (gestión), *earnings* (rentabilidad), *liquidity* (liquidez), y *sensitivity* (análisis de sensibilidad). El componente *management* (gestión) implica una evaluación por parte del supervisor de la capacidad de los gerentes bancarios de gestionar el riesgo y cumplir con requisitos regulatorios y supervisores.

17 Véase la audiencia del 10 de abril de 2025 del US Senate Banking Committee.

## MEDIDAS DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ESTADOUNIDENSE SOBRE REGULACIÓN FINANCIERA (cont.)

## Esquema 1

Secuencia temporal de intervenciones de miembros clave de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal sobre la finalización de las medidas de capital de Basilea III



FUENTES: Junta de Gobernadores de la Reserva Federal y Congreso de Estados Unidos.

### Órdenes Ejecutivas con impacto en la regulación financiera

Desde su toma de posesión el 20 de enero, el presidente Trump ha dictado numerosas Órdenes Ejecutivas (en adelante, «OE») que afectan en mayor o menor medida a la regulación del sistema financiero. En primer lugar, estableció una «parada regulatoria»<sup>18</sup>, congelando todas las normas que se encontraban en proceso de elaboración o implantación hasta el nombramiento de nuevos responsables de las agencias reguladoras<sup>19</sup>. Como consecuencia de ello, todas las regulaciones bancarias propuestas por la anterior administración que aún no habían entrado en vigor pasaron a estar en suspenso, incluyendo las revisiones propuestas al *Basel III endgame*.

Por otra parte, la OE «*Unleashing Prosperity Through Deregulation*»<sup>20</sup>, del 31 de enero, enfatizaba la necesidad de reducir significativamente los costes de cumplimiento normativo, obligando a la eliminación de al menos diez regulaciones existentes por cada nueva regulación que se promulgue.

La OE «*Ensuring Accountability for All Agencies*»<sup>21</sup>, del 18 de febrero, impone la rendición de cuentas al Ejecutivo por parte de las agencias reguladoras independientes en todo lo relativo a la supervisión y regulación de instituciones financieras. Las agencias estarán obligadas a presentar cualquier nueva regulación a la Casa Blanca para su revisión. Además, el director de la Oficina de Gestión y Presupuesto de la Casa Blanca revisará los cometidos de las agencias para garantizar su consistencia con las políticas y prioridades del Ejecutivo, y los ajustará si lo considera necesario. Por otra parte, los responsables de las agencias deberán consultar regularmente y coordinar políticas y prioridades con la Casa Blanca. Se prohíbe a los miembros de las agencias entrar en interpretaciones legales, reglamentaciones o litigios que puedan contravenir la opinión del Ejecutivo o del fiscal general de los Estados Unidos. La OE no afecta a la ejecución de la política monetaria.

En el ámbito de los riesgos financieros del cambio climático, el 20 de enero se emitió la OE «*Putting America First in International Environmental Agreements*»<sup>22</sup>, que retiraba formalmente a Estados Unidos del Acuerdo de París en el marco de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre Cambio Climático. Alrededor de esta fecha, el Tesoro

18 Véase Orden Ejecutiva del 20 de enero de 2025.

19 Además de Bowman, ya han sido designados los siguientes responsables de las demás agencias, si bien aún no todos han sido confirmados: Paul Atkins (Securities and Exchange Commission), Brian Quintenz (Commodity Futures Trading Commission), y Jonathan Gould (OCC). Travis Hill se mantiene como responsable en funciones de la FDIC.

20 Véase Orden Ejecutiva del 31 de enero de 2025.

21 Véase Orden Ejecutiva del 18 de febrero de 2025.

22 Véase Orden Ejecutiva del 20 de enero de 2025.

**MEDIDAS DE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ESTADOUNIDENSE SOBRE REGULACIÓN FINANCIERA (cont.)**

estadounidense, la Reserva Federal y FDIC abandonaban la Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés)<sup>23</sup>.

Es importante destacar que varios de estos desarrollos regulatorios y supervisores en Estados Unidos también han ido dirigidos al sector tecnológico y la digitalización de las finanzas. Estas medidas buscan promover un mayor uso de los criptoactivos y *stablecoins*, proporcionando una mayor flexibilidad para su utilización. Para más detalles, véase el recuadro 4.1.

Las Órdenes Ejecutivas emitidas por la nueva Administración presidencial de Estados Unidos han tenido hasta ahora un impacto significativo en diversas áreas de la regulación financiera. Es muy probable que las iniciativas hacia un mayor grado de desregulación financiera en Estados Unidos continúen en el futuro, pero esta evolución está sujeta a un grado elevado de incertidumbre. En particular, las iniciativas en esta área podrían ser más o menos decididas por parte de las autoridades de Estados Unidos en función de cómo evolucionen los resultados de otras iniciativas, como los aranceles, y, de forma más general, la pugna geopolítica global.

<sup>23</sup> La NGFS es una coalición de bancos centrales y otros supervisores financieros creada en 2017 para mejorar el rol desempeñado por el sistema financiero en la gestión de los riesgos climáticos y ambientales, y facilitar financiación en un contexto de desarrollo ambientalmente sostenible. Antes y después de la toma de posesión del nuevo Ejecutivo en Estados Unidos varios bancos estadounidenses (Bank of America, Citigroup, Morgan Stanley, Wells Fargo, Goldman Sachs y JP Morgan) y canadienses (Bank of Montreal, National Bank, Toronto Dominion Bank Group, CIBC, Scotiabank) abandonaron la *Net Zero Banking Alliance* (parte de la *Glasgow Financial Alliance for Net Zero*).





# 6

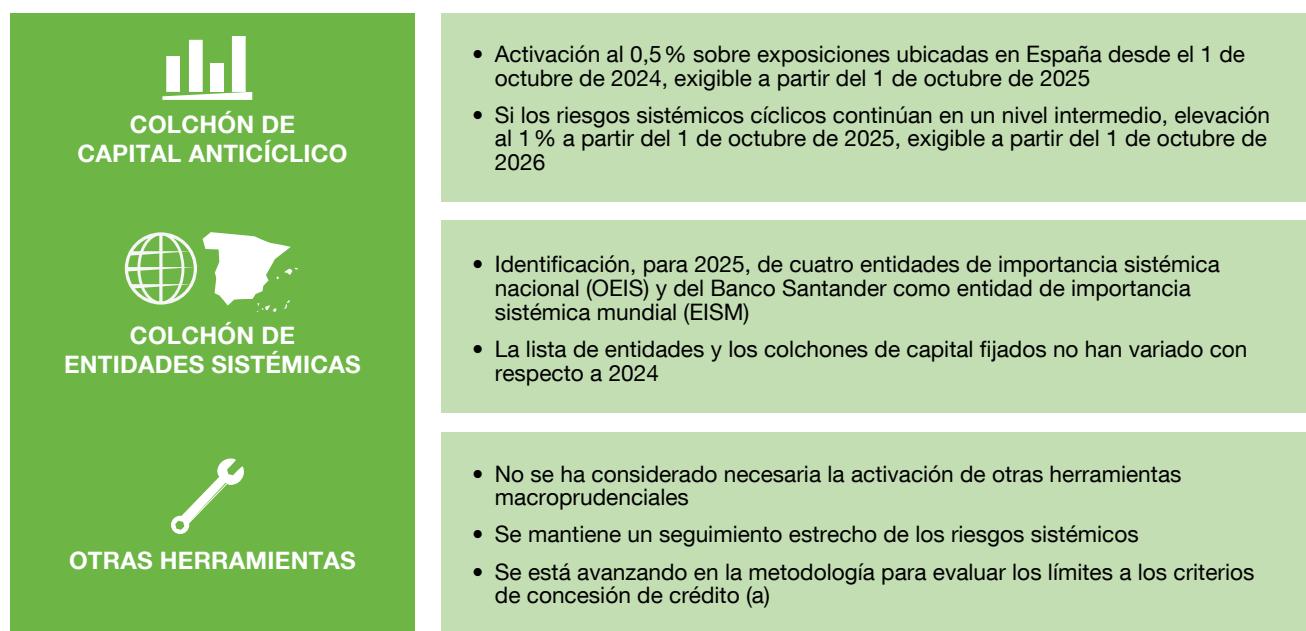
## POLÍTICA MACROPRUDENCIAL



## 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

**La política macroprudencial puede ayudar a mitigar los efectos de posibles perturbaciones sistémicas asociadas a los riesgos identificados en este informe.** En este sentido, diversos estudios desarrollados en el Banco de España muestran que la disponibilidad del Colchón de Capital Anticíclico (CCA) puede permitir, a través de su liberación en situaciones de crisis, mitigar los efectos de estas sobre la provisión de financiación a la economía<sup>1</sup>. Por ello, la activación del CCA a través del marco establecido por el Banco de España en 2024 supone una contribución fundamental de la política macroprudencial a la estabilidad del sistema financiero español<sup>2</sup>.

**El análisis agregado de los indicadores fundamentales del marco de seguimiento del CCA muestra que el riesgo sistémico cíclico en España se situaba a cierre del año 2024**

1 Véase Estrada et al. (2024), “Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos”.

2 Para un mayor detalle sobre el nuevo marco de fijación del CCA en España, véase el documento publicado por el Banco de España, “Marco metodológico de fijación del CCA en España”.

**en un nivel intermedio.** El cuadro de indicadores fundamentales consta de cuatro dimensiones: (i) macroeconómica, (ii) macrofinanciera, (iii) de mercados financieros españoles y (iv) de situación del sistema bancario<sup>3</sup>. Las cuatro dimensiones del riesgo sistémico cíclico se situaron en diciembre de 2024 en un nivel intermedio de su distribución histórica (véase gráfico 6.1.a). La variación más destacable respecto a mediados de 2024 fue el desplazamiento de los indicadores de mercados financieros hacia niveles algo menos relajados y, por tanto, menos favorables a la acumulación de riesgos. No obstante, se mantenían también en un nivel intermedio. Respecto al resto de indicadores, los macroeconómicos y los correspondientes al sistema bancario son los que presentaban niveles más elevados. En términos agregados, el indicador sintético, que agrupa la información de todos los indicadores, también se situó al cierre de 2024 en un nivel estándar, justo por encima del percentil 50.

**Los indicadores de riesgo asociados al ciclo real se situaron al final de 2024 en un nivel mayor que los vinculados a los ciclos de crédito e inmobiliario, aunque en todos los casos se observaba una tendencia hacia una mayor expansión.** Dentro de las categorías de indicadores fundamentales, el aumento de los indicadores macroeconómicos se vio apoyado por el crecimiento del PIB y de la brecha de producción (véase gráfico 6.1.b). Aunque la brecha de crédito-PIB seguía en terreno negativo, esta mostró un crecimiento interanual positivo. Si esta brecha se calculara únicamente para el crédito bancario (excluyendo otras formas de deuda), tomaría valores positivos cercanos al equilibrio en diciembre de 2024, lo que evidencia la contribución de la financiación no bancaria a su nivel negativo. Los indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial de hogares y empresas no financieras no mostraron señales de desequilibrio de forma general, manteniéndose una tendencia ligeramente creciente en algunos de ellos (véase A.2.6.1 en anexo 2)<sup>4</sup>. Por su parte, los indicadores del sector inmobiliario se encontraban en una situación más expansiva (véase la sección 4.1).

**La situación de los riesgos sistémicos cíclicos en un nivel intermedio apoya el mantenimiento del CCA sobre las exposiciones en España en el 0,5%.** El Banco de España continuará revisando trimestralmente la evolución de los riesgos sistémicos cíclicos. Los datos disponibles del primer trimestre de 2025 (p. ej., expansión del crédito a hogares y empresas, valoraciones altas en los mercados financieros, resultados bancarios y expectativas de crecimiento del PIB) apuntan a que el riesgo sistémico cíclico continúa en un nivel intermedio. De mantenerse esta situación, se prevé incrementar el CCA sobre las exposiciones en España hasta el 1% a partir del 1 de octubre de 2025, con efectos vinculantes sobre las entidades doce meses después.

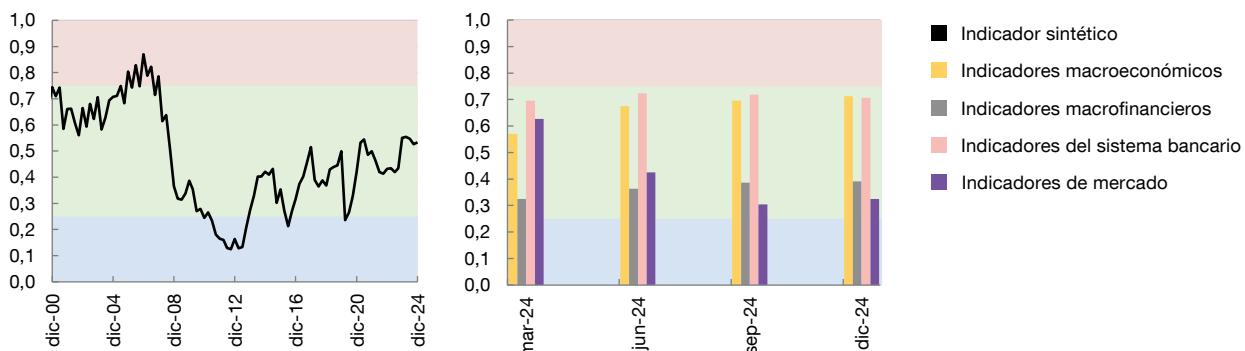
3 Los (i) indicadores macroeconómicos siguen la actividad económica y del mercado de trabajo; los (ii) indicadores macrofinancieros reúnen información sobre la evolución del crédito y su distancia respecto a niveles de equilibrio, así como sobre desequilibrios en el mercado inmobiliario; los (iii) indicadores de mercados financieros evalúan el grado de tensiones sistémicas en los mismos; y los (iv) indicadores de situación del sistema bancario español agregan información sobre sus niveles de capital, rentabilidad y morosidad.

4 Las estimaciones de estos desequilibrios evalúan la distancia entre los niveles de crédito sectorial y valores sostenibles a largo plazo de acuerdo con distintas técnicas econométricas. Para una descripción detallada de los indicadores empleados para el seguimiento de los ciclos de crédito sectoriales véase Carmen Broto, Esther Cáceres y Mariya Melnychuk (2022), “*Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España*”, Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España, 42, así como el *recuadro 3.1* del IEF de primavera de 2022.

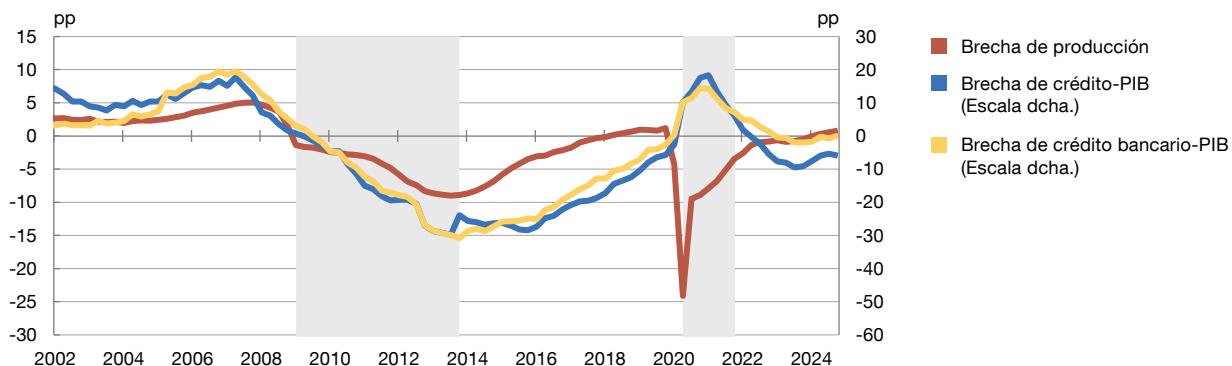
Gráfico 6.1

**Los riesgos sistémicos cíclicos en España se mantuvieron en un nivel intermedio en 2024, mientras las brechas de producción y de crédito-PIB crecieron en el conjunto del año**

#### 6.1.a Indicadores sintéticos (a)



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



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Datastream y elaboración propia. Última observación: diciembre de 2024

- 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 [elevado] de los riesgos sistémicos cíclicos.
- 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 períodos de crisis económicas en España: la última crisis sistémica bancaria y la crisis económica provocada por la crisis sanitaria del Covid-19.

**Continúa creciendo el número de países europeos que han establecido algún colchón de capital con carácter macroprudencial y liberable en niveles estándar de riesgos sistémicos cíclicos.** Portugal y Polonia han sido los últimos países en anunciar la activación del CCA en un 0,75 % y un 1 % respectivamente. En el caso de Polonia, este 1 % aumentará eventualmente al nivel objetivo del 2 %<sup>5</sup>. Adicionalmente, Chipre ha incrementado el nivel del CCA desde el 1 % al 1,5 %. Estas decisiones se suman a las activaciones previas del CCA y del Colchón contra Riesgos Sistémicos (CRS) en el resto de los países europeos.

<sup>5</sup> Para más información, véase Narodowy Bank Polski, Ministerstwo Finansów, Komisja Nadzoru Finansowego, and Bankowy Fundusz Gwarancyjny (2024), "Strategy on the application of the countercyclical capital buffer in Poland".

## 6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas

**El Banco de España anunció a finales de 2024 la designación de cuatro entidades como otras entidades de importancia sistémica (OEIS) para 2025, y del Banco Santander, SA, como entidad de importancia sistémica mundial (EISM) en 2026<sup>6</sup>.** Estas entidades (BBVA, CaixaBank, Banco Sabadell y Banco Santander como OEIS, esta última además como EISM) están sujetas a requerimientos adicionales de capital para reforzar su solvencia, mitigar los efectos sistémicos adversos que eventualmente estas pudieran ocasionar sobre el conjunto del sistema financiero, y corregir su posible ventaja competitiva en el mercado de financiación por su carácter sistémico.

**Estos anuncios en la última parte del año pasado han dado continuidad a los requerimientos de capital macroprudenciales que ya se venían exigiendo a las entidades sistémicas.** La relación de cuatro entidades designadas como OEIS —esto es, con importancia sistémica nacional— para 2025 no ha variado con respecto a la lista vigente en 2024. Los requerimientos de capital asociados a la condición de OEIS también se han mantenido constantes en ambos años (véase cuadro 6.1). Los requerimientos OEIS para 2026 serán fijados por el Banco de España durante 2025. La identificación en 2024 de Banco Santander, como EISM para 2026 —con la anticipación de dos años exigida por la normativa — y la asignación de un requerimiento de colchón macroprudencial de capital por este concepto del 1 punto porcentual de ratio de CET1 suponen la continuación de exigencias regulatorias vigentes para 2024 y 2025<sup>7</sup>. Para esta entidad, también al igual que en años previos, el colchón de capital efectivo exigible en 2026 como entidad de importancia sistémica será, de conformidad con la regulación vigente, el mayor entre: i) el citado colchón EISM y ii) el colchón de otras entidades de importancia sistémica (OEIS).

Cuadro 6.1

Entidades de importancia sistémica y colchones de capital asociados

Código LEI	Entidad	Designación (a)	Colchón de capital exigido en 2024 (%)	Colchón de capital exigido en 2025 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA (b)	EISM y OEIS	1,25	1,25
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	1,00	1,00
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 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 %).

6 Véase “El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2025”, nota de prensa de 22 de noviembre de 2024, y la nota de prensa “El Banco de España designa una Entidad de Importancia Sistémica Mundial y establece su colchón de capital macroprudencial para 2026”, de 5 de diciembre de 2024.

7 Esta medida del Banco de España es una actuación macroprudencial prevista en la normativa vigente de la UE y en la española con la que se formaliza la designación previa de esta entidad como banco de importancia sistémica global (G-SIB, por sus siglas inglés) por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Véase 2024 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), comunicado del FSB del 26 de noviembre de 2024.

## 6.3 Otras herramientas macroprudenciales

**El Banco de España tiene la posibilidad de establecer límites sobre las condiciones de concesión de préstamos (BBM, por sus siglas en inglés para el término *Borrower Based Measures*).** El [Real Decreto-ley 22/2018](#) y el [Real Decreto 102/2019](#) otorgaron al Banco de España la capacidad para establecer estos límites sobre los estándares que aplican las entidades bancarias para las nuevas operaciones de crédito, tanto con hogares como con sociedades no financieras<sup>8</sup>. Por ejemplo, en el caso de las operaciones hipotecarias, el Banco de España podría establecer límites sobre las ratios LTP, LTI o LSTI, cuya situación se analiza en el capítulo 4, así como los plazos máximos admisibles en las hipotecas nuevas, entre otras medidas.

**Existe un consenso internacional creciente sobre la necesidad de tener activados unos límites macroprudenciales estructurales sobre las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios.** Concretamente, autoridades supervisoras de distintas jurisdicciones internacionales abogan por el establecimiento de estos límites de forma estructural, de forma que permanezcan activos en todas las fases de los ciclos económicos y financieros<sup>9</sup>. Bajo este enfoque, en las fases bajistas, las entidades financieras tendrían, en la práctica, incentivos para aplicar estándares crediticios más exigentes que estos límites, por lo que no serían una restricción efectiva, sino una barrera latente. Sin embargo, en períodos alcistas, en particular con un mercado inmobiliario expansivo, sí que serían de forma general restrictivas, evitando una relajación excesiva de los estándares crediticios. En este sentido, la mayoría de los países que conforman la unión bancaria ya han activado este tipo de límites. España, sin embargo, es uno de los tres países de este ámbito que aún no lo ha hecho, debido a la ausencia de identificación de riesgos y vulnerabilidades de carácter sistémico en el sector inmobiliario (véase capítulo 4)<sup>10</sup>. La JERS publicó en los primeros meses de 2024 una evaluación de la situación del mercado inmobiliario europeo, en la que juzgaba que este posicionamiento de la política macroprudencial en España era adecuado para el nivel de riesgos identificado hasta ese momento en el mercado inmobiliario nacional. No obstante, la JERS recomendaba al Banco de España considerar la introducción futura de este tipo de límites para garantizar estándares crediticios adecuados<sup>11</sup>.

**El Banco de España está avanzando en el desarrollo del marco de seguimiento y calibración de los límites sobre las condiciones de concesión de préstamos y está evaluando su activación.** En el corto plazo, se ha puesto en marcha un plan de trabajo analítico para profundizar en el seguimiento de los estándares de concesión de préstamos a

---

<sup>8</sup> La Circular 5/2021, de 22 de diciembre, desarrolla el detalle de estas herramientas, junto con el resto de herramientas macroprudenciales que fueron otorgadas en estos textos legislativos.

<sup>9</sup> Véase, por ejemplo, Committee on the Global Financial System (CGFS) (2023), «[Macroprudential policies to mitigate housing market risks](#)».

<sup>10</sup> En particular, de los 21 países que conforman la Unión Bancaria, únicamente Alemania, España e Italia no han activado estas medidas. En el caso de Alemania, la JERS emitió una recomendación sobre las vulnerabilidades de su sector inmobiliario residencial en el que se sugería la activación de límites sobre los LTV, entre otras medidas (véase [Recomendación JERS/2021/10](#) de febrero de 2022).

<sup>11</sup> Véase Junta Europea de Riesgo Sistémico (2024), «[Follow-up report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries](#)»

hogares y a sociedades no financieras<sup>12</sup>. También se ha reforzado el análisis de los posibles costes y beneficios que podrían tener unos límites macroprudenciales sobre estos estándares<sup>13</sup>. La activación de límites sobre las condiciones de concesión dependerá de la situación de los riesgos sobre la estabilidad financiera, del resultado de los análisis de coste/beneficio, y de la decisión que adopte el Banco de España sobre la conveniencia de establecer estos límites de forma estructural, en línea con el consenso internacional ya mencionado. En cualquier caso, el desarrollo del marco de calibración de límites sobre las condiciones de concesión de préstamos no se debe a que actualmente se observen señales de relajación por parte de las entidades, como se discute en el capítulo 4.

**Hasta el momento, no se ha estimado necesaria la activación de ninguna de las otras herramientas macroprudenciales a disposición del Banco de España.** En todo caso, el Banco de España mantiene un seguimiento estrecho del entorno macrofinanciero y de los riesgos sistémicos con el potencial de comprometer la estabilidad financiera, y puede, en virtud de sus competencias, impulsar medidas adicionales.

- 
- 12 Dentro de los planes de trabajo del Banco de España se han publicado previamente estudios evaluando el impacto de los estándares de concesión de préstamos sobre la oferta de crédito bancario y la probabilidad de impago, tanto de crédito hipotecario (véase Recuadro 1.3. “*Estándares crediticios y riesgo de impago de las hipotecas*”, Informe de Estabilidad Financiera, Otoño 2019, Banco de España; Recuadro 3.1. “*El efecto de los estándares de concesión de los préstamos hipotecarios en el crecimiento del crédito y en los riesgos de impago asumidos*”, Informe de Estabilidad Financiera, Otoño 2022, Banco de España; Recuadro 3.1. “*Impacto de la situación macroeconómica cíclica y de los estándares de concesión en los impagos hipotecarios*”, Informe de Estabilidad Financiera, Primavera 2023, Banco de España), como de empresas no financieras (Recuadro 3.1. “*El efecto de los estándares de concesión en la calidad del crédito a sociedades no financieras*”, Informe de Estabilidad Financiera, Otoño 2024, Banco de España).
- 13 Como referencias previas véase Recuadro 3.2. “*Ánalysis coste-beneficio de la política macroprudencial*”, Informe de Estabilidad Financiera, Primavera 2020, Banco de España; Recuadro 4.2. “*Un análisis de políticas públicas alternativas para reducir los problemas de acceso a la vivienda*”, Informe Anual 2023, Banco de España; Carro, Adrián. (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

Activo	dic-24	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-24/dic-23	%	dic-23
Caja y bancos centrales	412.532	-11,9	11,3	9,6
Entidades de crédito	325.306	12,9	6,9	7,6
Crédito a las Administraciones Públicas	106.605	0,9	2,5	2,5
Crédito al sector privado	2.395.859	3,7	55,5	55,7
Valores de renta fija	655.834	10,4	14,3	15,2
Otros instrumentos de capital	42.845	21,7	0,8	1,0
Participaciones	20.694	-7,0	0,5	0,5
Derivados	134.942	3,7	3,1	3,1
Activo material	56.828	-1,1	1,4	1,3
Resto del activo	150.292	-0,5	3,6	3,5
<b>Total activo</b>	<b>4.301.738</b>	<b>3,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.465.072	3,8	57,1	57,3
Financiación a las Administraciones Públicas	647.250	10,0	14,1	15,0
Activos dudosos totales	81.494	-3,0	2,0	1,9
Ratio de morosidad total	2,2	-15 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-24	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-24/dic-23	%	dic-23
Depósitos de bancos centrales	59.817	-41,3	2,4	1,4
Depósitos de entidades de crédito	329.946	2,6	7,7	7,7
Depósitos de las Administraciones Públicas	175.600	31,1	3,2	4,1
Depósitos del sector privado	2.604.542	3,5	60,4	60,5
Valores negociables y financiación subordinada	519.615	4,0	12,0	12,1
Derivados	119.530	-0,7	2,9	2,8
Provisiones (incluye prestaciones por pensiones)	21.600	-1,2	0,5	0,5
Resto del pasivo	183.923	4,9	4,2	4,3
<b>Total pasivo</b>	<b>4.014.573</b>	<b>3,2</b>	<b>93,5</b>	<b>93,3</b>
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	103	-99,6	0,7	0,0
Fondos propios	328.225	4,8	7,5	7,6
Intereses minoritarios	13.110	5,1	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-54.169	0,9	-1,3	-1,3
<b>Total patrimonio neto</b>	<b>287.165</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>4.301.738</b>	<b>3,3</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 diciembre de 2024.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

Cuadro A1.2

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

	dic-24		dic-23		dic-24	
	m€	% var. dic-24/dic-23	% ATM	% ATM		
Productos financieros	235.675	15,4	4,97	5,57		
Costes financieros	131.294	21,4	2,63	3,10		
Margen de intereses	104.381	8,8	2,33	2,47		
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.361	10,1	0,03	0,03		
Margen de intermediación	105.742	8,8	2,36	2,50		
Comisiones netas	33.598	11,3	0,73	0,79		
Resultado de operaciones financieras	6.906	31,4	0,13	0,16		
Otros resultados de explotación (neto)	-4.612	—	-0,09	-0,11		
Margen bruto	141.634	10,0	3,13	3,35		
Gastos de explotación	63.027	2,5	1,50	1,49		
Margen de explotación	78.607	16,9	1,64	1,86		
Pérdidas por deterioros financieros	21.478	2,0	0,51	0,51		
Otras dotaciones a provisiones (neto)	5.629	49,2	0,09	0,13		
Otros resultados (neto)	2.945	21,6	0,06	0,07		
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	54.444	21,5	1,09	1,29		
Resultado neto	39.373	20,9	0,79	0,93		
<i>PRO MEMORIA</i>						
Resultado atribuido a la entidad dominante	37.672	21,3	0,76	0,89		

**FUENTE:** Banco de España.

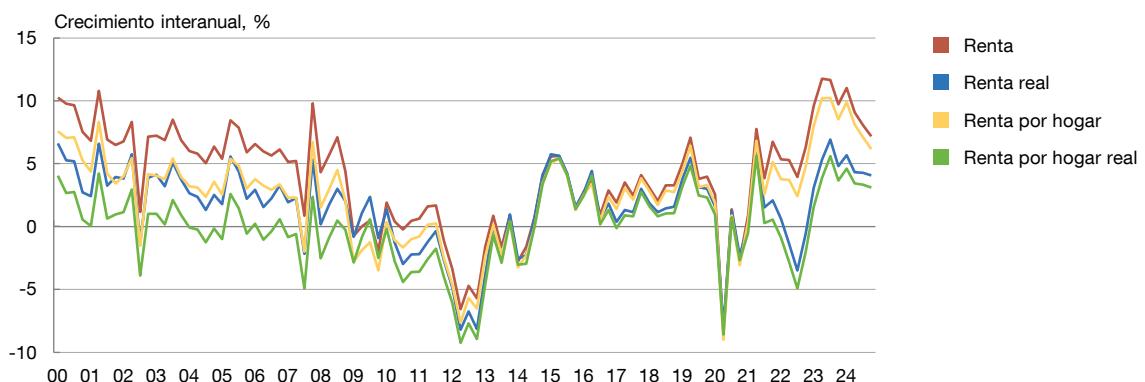
- a Respecto a la cuenta de pérdidas y ganancias presentada en el anterior IEF se modifica la definición de los gastos de explotación que ahora también incluyen las «Aportaciones en efectivo a fondos de resolución y sistemas de garantía de depósitos» [que antes se incluían en Otros resultados (neto)]. Asimismo, ya no se incluyen los «Resultados de entidades por el método de la participación» dentro del margen bruto, sino que se incluyen en «Otros resultados (neto)». De este modo, estas definiciones se ajustan a las que utiliza la Autoridad Bancaria Europea en su *Risk Dashboard*.

## Anejo 2 INFORMACIÓN TÉCNICA ADICIONAL

### A2.2.1 Los hogares

Gráfico A2.2.1.1

#### Renta de los hogares españoles (a)

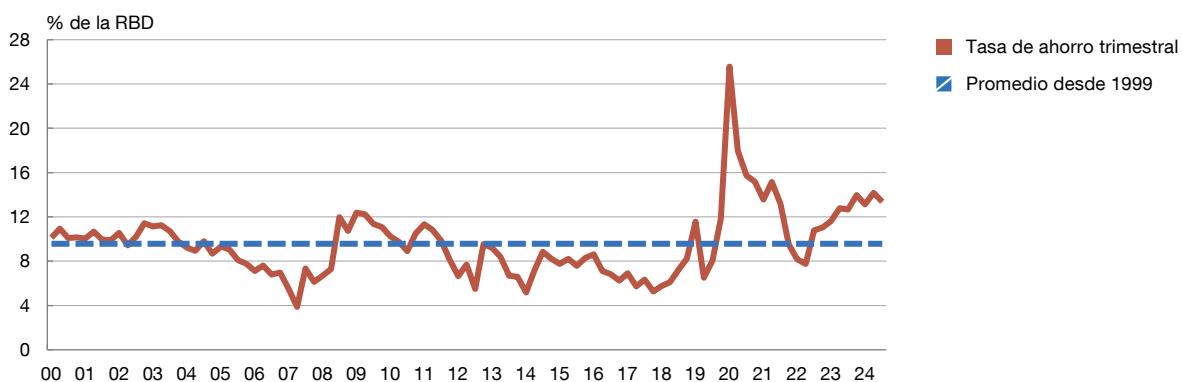


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

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 detraen). 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)

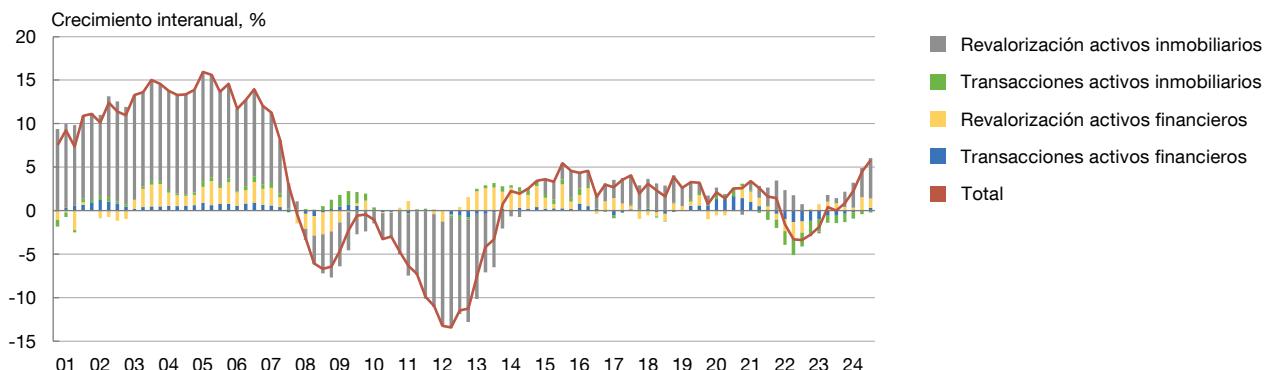


FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

a Datos trimestrales desestacionalizados.

Gráfico A2.2.1.3

## Riqueza bruta real de los hogares en España (a)



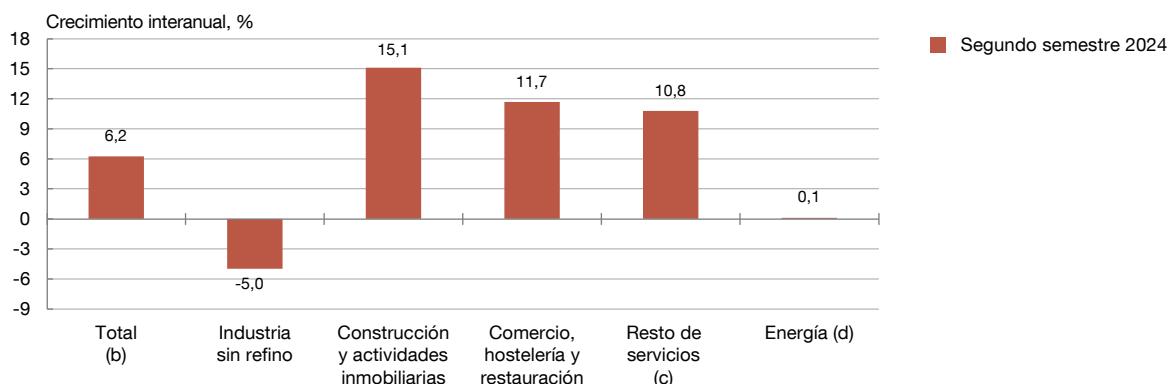
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

- a La métrica de riqueza utilizada es bruta (valor de todos los activos sin deducir los pasivos) y los datos son deflactados con 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.

## A2.2.2 Las empresas no financieras

Gráfico A2.2.2.1

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



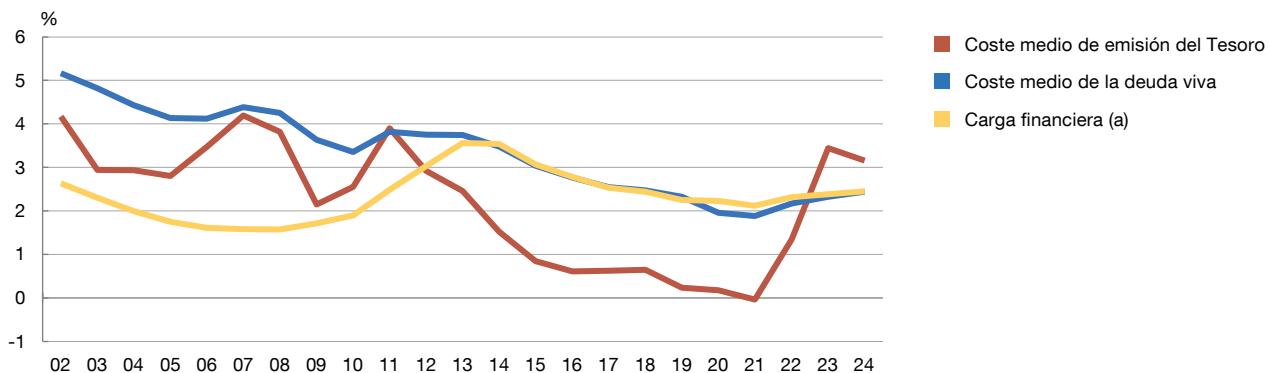
FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT) y Banco de España. Última observación: segundo semestre de 2024.

- a El REB se calcula como Ventas – Compras – Retribuciones salariales. Corregido de efecto calendario.
- b No incluye educación, sanidad, Administraciones Públicas, 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.

## A2.2.3 Las Administraciones Públicas en España

Gráfico A2.2.3.1

### Evolución del coste de financiación de las Administraciones Públicas en España



FUENTES: IGAE, Tesoro Público y Banco de España. Última observación: 2024.

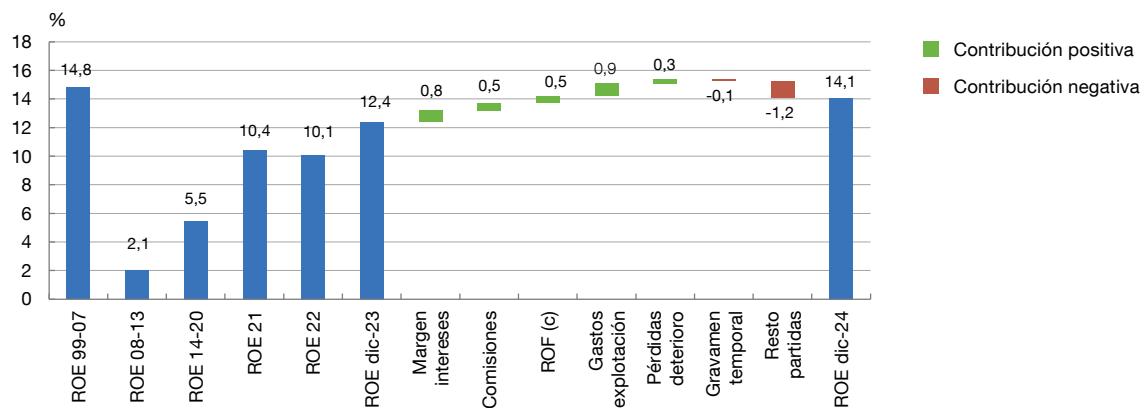
a Ratio de intereses de la deuda pagados en el año, en Contabilidad Nacional, sobre PIB nominal.

## A2.3.1 Sector bancario

### A2.3.1.1 Rentabilidad

Gráfico A2.3.1.1.1

#### Descomposición de la variación del ROE. Porcentaje sobre patrimonio neto medio del resultado neto consolidado. Datos consolidados (a) (b)



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a El color verde (rojo) de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación la rentabilidad sobre patrimonio neto de diciembre de 2024 respecto a diciembre de 2023. Aunque el sentido (positivo o negativo) de estas contribuciones es el mismo que en el gráfico 3.1.a, su tamaño varía debido a la diferente evolución de los denominadores en 2024 (para el ROE: aumento del patrimonio neto medio del 6,4%; para el ROA: aumento de los activos totales medios del 2,9%).

b A la variación del ROE de 1,7 pp en 2024 ha contribuido 2,6 pp el aumento del resultado neto (efecto para patrimonio neto medio constante) y -0,75 pp el crecimiento del patrimonio neto (efecto para beneficio constante). El efecto mixto residual ha sido de -0,16 pp. El aumento del patrimonio neto contribuyó al aumento de la ratio de apalancamiento contable (patrimonio neto sobre total activo) en 0,14 pp ese mismo año.

c ROF: Resultado de Operaciones Financieras.

Cuadro A2.3.1.1.1

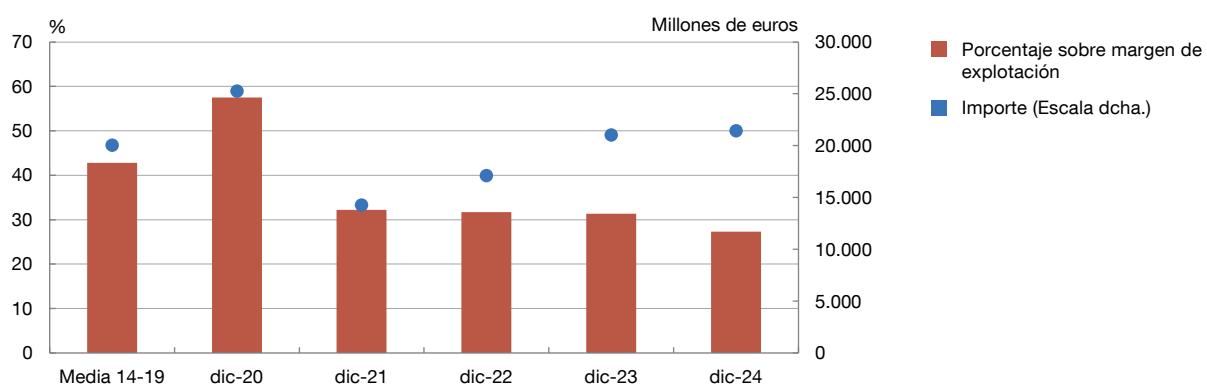
**Cuenta de pérdidas y ganancias resumida (márgenes y principales epígrafes) de los grupos bancarios españoles significativos cotizados. Enero-marzo 2025**

	Enero-marzo 2024 (m de euros)	Enero-marzo 2025 (m de euros)	% var. mar-25/mar-24	Enero-marzo 2024 (% ATM)	Enero-marzo 2025 (% ATM)
Margen de intereses	23.475	22.548	-3,9	2,6	2,4
Comisiones netas	6.665	7.055	5,9	0,7	0,8
Resultado operaciones financieras	1.514	1.738	14,8	0,2	0,2
Margen bruto	29.324	31.760	8,3	3,2	3,4
Gastos de explotación	12.646	12.892	1,9	1,4	1,4
Margen de explotación	16.677	18.867	13,1	1,8	2,0
Pérdidas por deterioros financieros	5.069	4.940	-2,5	0,6	0,5
Otros resultados	-953	-877	—	-0,1	-0,1
Resultado antes de impuestos	10.656	13.050	22,5	1,2	1,4
Resultado neto del ejercicio	7.048	9.011	27,9	0,8	1,0
Resultado atribuido a la dominante	6.677	8.487	27,1	0,7	0,9
<i>PRO MEMORIA</i>					
Coste del pasivo		3,5	3,2		
ROE		13,1	15,8		
Ratio de eficiencia		43,1	40,6		

FUENTE: Informes financieros públicos de las entidades cotizadas significativas.

Gráfico A2.3.1.1.2

**Pérdidas por deterioros financieros. Datos consolidados (a)**

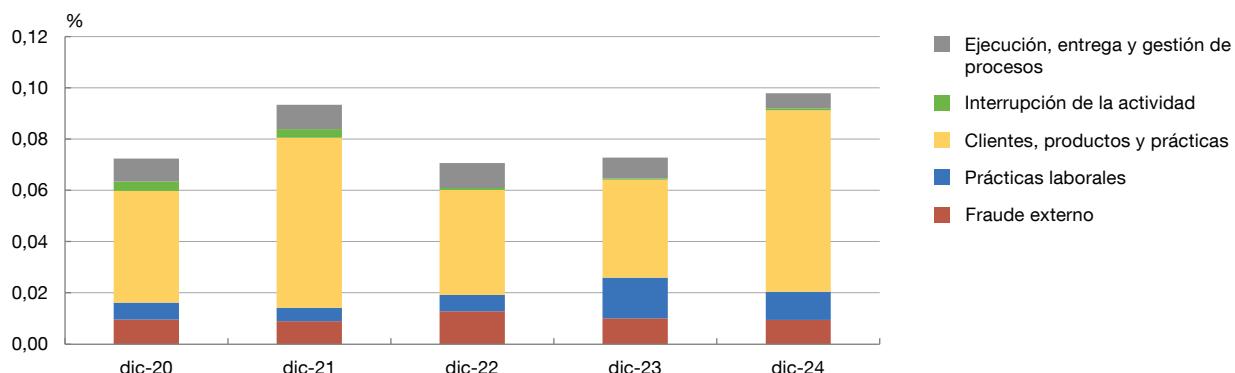


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a En 2020, debido a la pandemia del Covid-19, las pérdidas por deterioro (tanto en volumen como en porcentaje sobre margen de explotación) sufrieron una subida considerable.

Gráfico A2.3.1.1.3

## Peso de las pérdidas por riesgo operacional sobre ATM. Total eventos. Datos consolidados

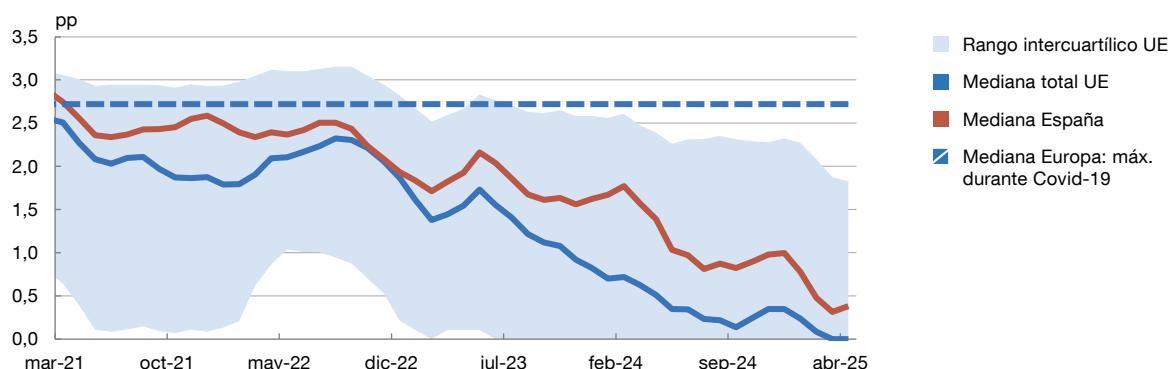


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

## A2.3.1.2 Solvencia

Gráfico A2.3.1.2.1

## Distribución del indicador SRISK (a)

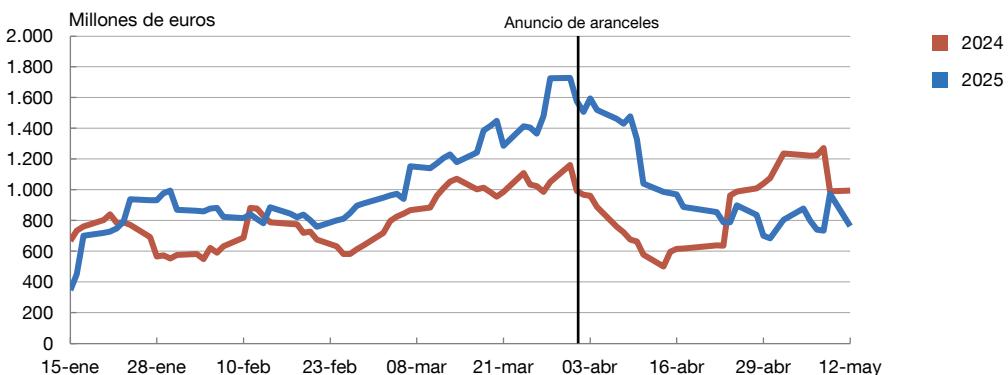


FUENTES: LSEG Datastream, S&amp;P Capital IQ y Banco de España. Última observación: abril de 2025.

- a) El indicador SRISK mide el valor de mercado del déficit de capital regulatorio de un banco o del conjunto del sector bancario tras la materialización de una corrección importante en el mercado de renta variable [para más detalles, véase Christian Brownlees y Robert Engle. (2017), “SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk”. The Review of Financial Studies, 30, pp. 48-79]. Está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5 % para los requerimientos de capital, el 40 % para la caída del índice europeo de renta variable y 132 días laborables (seis meses) para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Broto, L. Fernández Lafuente y M. Melnychuk. (2025), “Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?”. International Journal of Central Banking, 21(1), pp. 235-272 para más detalles. El índice SRISK para los meses del primer trimestre y abril de 2025 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del cuarto trimestre de 2024 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. El rango intercuartílico se define como la diferencia entre los percentiles del 75 % y del 25 % de la distribución del SRISK de los bancos de la UE. La línea punteada representa el máximo de SRISK desde la crisis del Covid-19.

## Volúmenes negociados de CDS (a)

## 3.1.2.2.a Valor nocional agregado de los CDS para los principales bancos europeos



## 3.1.2.2.b Número de operaciones negociadas de los CDS para los principales bancos europeos



FUENTES: EMIR y EMIR REFIT. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a Se muestra el volumen negociado y el número de nuevos contratos con frecuencia diaria. Se representa la media móvil de 10 días. La muestra incluye Santander, BBVA, Deutsche Bank, Commerzbank, Crédit Agricole, Société Générale, BNP Paribas, Unicredit y Banca Monte dei Paschi di Siena. Se excluyen las operaciones intragrupo.

### A2.3.1.3 Balance consolidado

Gráfico A2.3.1.3.1

**Desglose del activo financiero con contrapartes residentes en España y en el extranjero por tipo de activo para diciembre de 2024. Datos consolidados (a)**



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a Se aplica el criterio de residencia para la identificación de las contrapartes como españolas o extranjeras.

b Incluye tanto empresas no financieras como financieras distintas de las entidades de crédito.

c La partida «Otros activos financieros» está compuesta por préstamos a las Administraciones Públicas, saldos de efectivo, derivados y tenencias de instrumentos de patrimonio emitidos por otras sociedades.

Gráfico A2.3.1.3.2

**Desglose del pasivo financiero con contrapartes residentes en España y en el extranjero por tipo de pasivo para diciembre de 2024. Datos consolidados (a)**



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

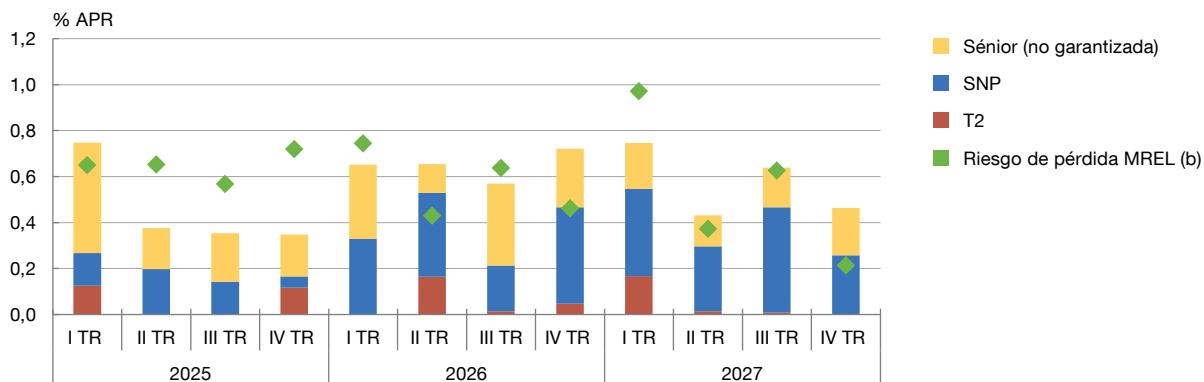
a Se aplica el criterio de residencia para la identificación de las contrapartes como españolas o extranjeras.

b El sector privado incluye a los hogares, las empresas no financieras, los trabajadores autónomos (también referidos como empresarios individuales) y las entidades financieras no bancarias.

c Esta partida está compuesta por derivados, posiciones cortas y otros pasivos financieros.

Gráfico A2.3.1.3.3

**Vencimientos esperados de la deuda no garantizada emitida por entidades españolas y riesgo de pérdida de elegibilidad MREL (a)**



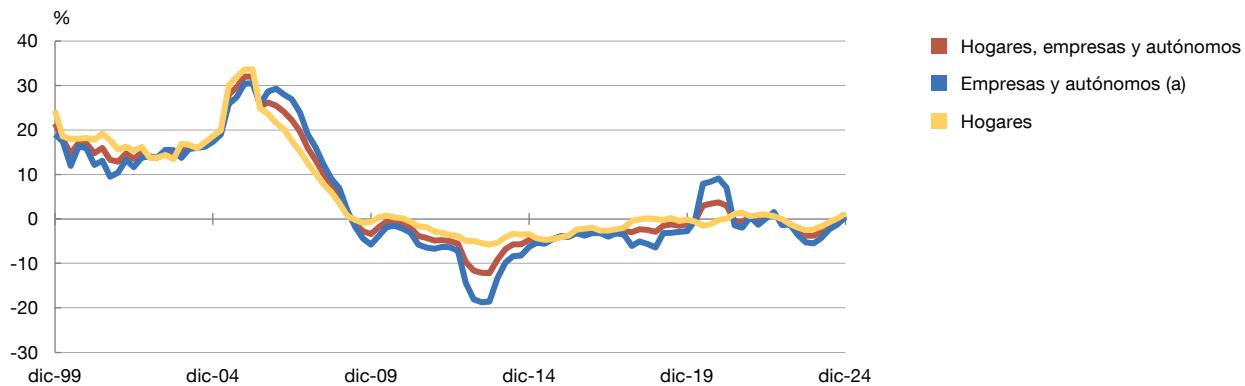
FUENTES: Elaboración propia mediante CSDB y Eikon-Refinitiv. Última observación: diciembre de 2024.

- a En el horizonte 2025-2027 los vencimientos esperados de deuda no garantizada [senior no garantizada, senior non-preferred (SNP) y T2] de los bancos españoles representan aproximadamente un 6,7 % de los activos ponderados por riesgo a diciembre de 2024, fundamentalmente en instrumentos senior no garantizados y senior non-preferred, sin registrarse una gran concentración en trimestres concretos. Véase gráfico 3.13 para la definición de estas distintas categorías de deuda.
- b Porcentaje trimestral de instrumentos que pierden su condición de elegibilidad para MREL por presentar un vencimiento residual inferior al año, mostrado como porcentaje sobre APR. Las necesidades de refinanciación por pérdida de elegibilidad para MREL tienden a incrementarse en el primer trimestre de cada año, siendo algo más acusadas en el primer trimestre de 2027, cuando alcanzan el 1 % de los APR y donde, además, se registran vencimientos significativos de instrumentos T2, de alto grado de subordinación.

#### A2.3.1.4 Crédito

Gráfico A2.3.1.4.1

**Tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España**

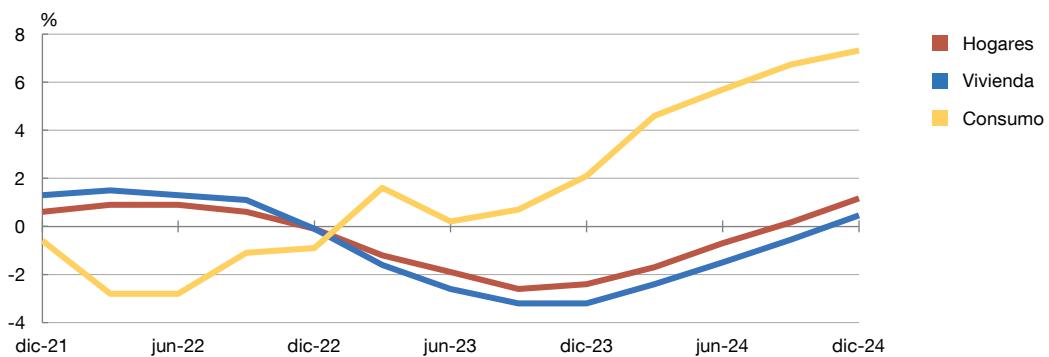


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

- a La categoría de empresas y autónomos designa a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.

Gráfico A2.3.1.4.2

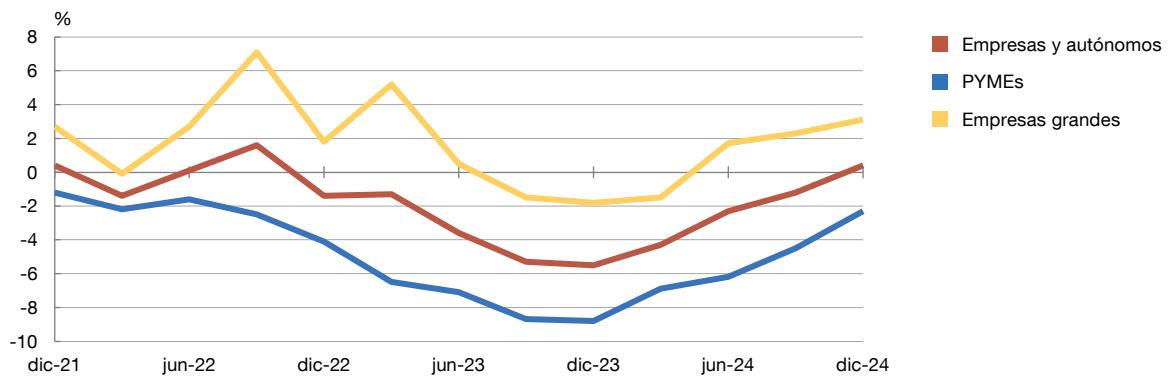
**Tasa de variación interanual del crédito a hogares residentes en España. Datos individuales de los negocios en España**



FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

Gráfico A2.3.1.4.3

**Tasa de variación interanual del crédito a empresas y autónomos residentes en España (a). Datos individuales de los negocios en España**

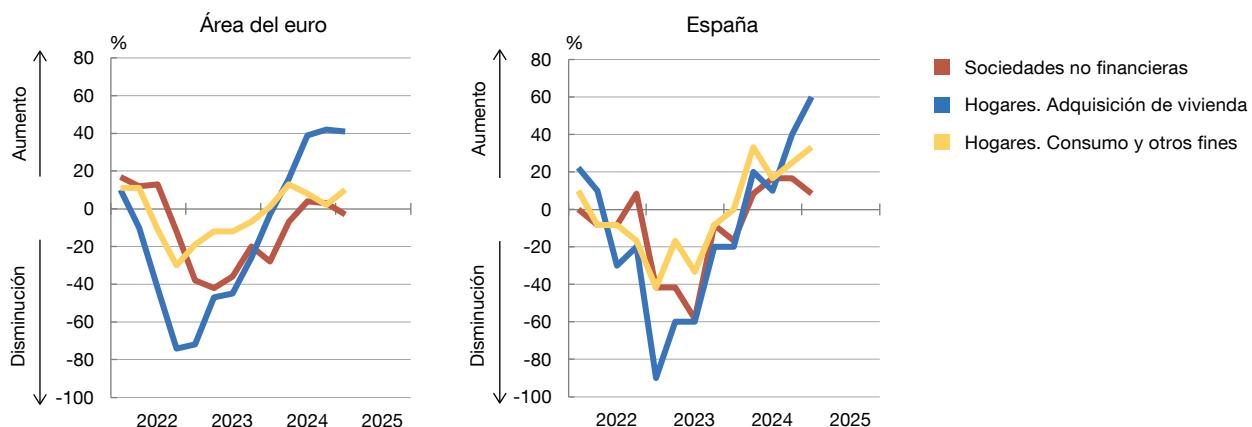


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a La categoría de empresas y autónomos designa a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.

Gráfico A2.3.1.4.4

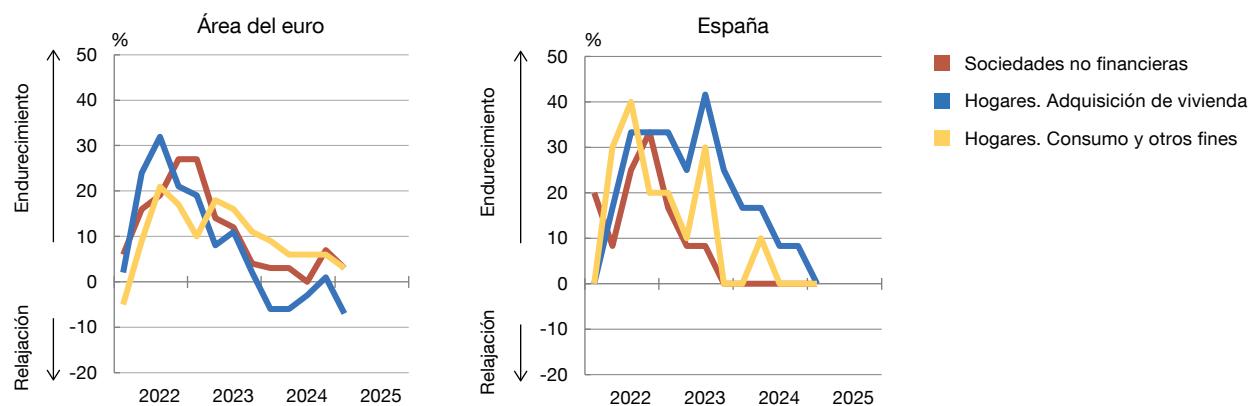
#### Variación de la demanda de préstamos



FUENTE: Encuesta de Préstamos Bancarios. Última observación: marzo de 2025.

Gráfico A2.3.1.4.5

#### Variación de los criterios de concesión de préstamos

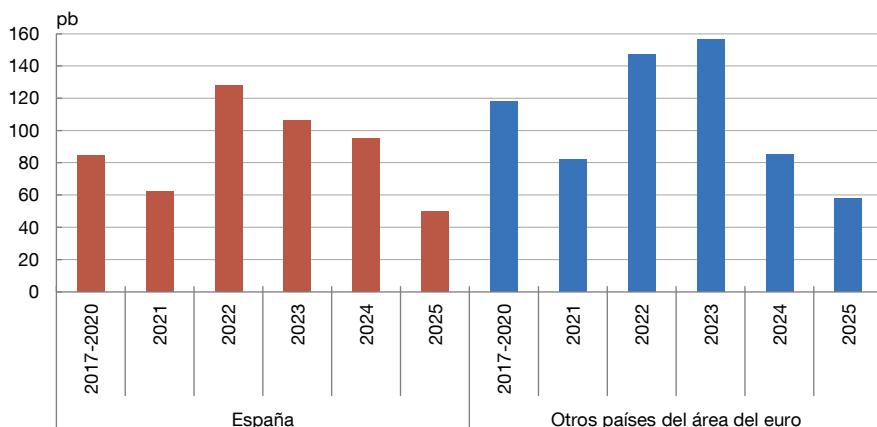


FUENTE: Encuesta de Préstamos Bancarios. Última observación: marzo de 2025.

### A2.3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez

Gráfico A2.3.1.5.1

**Comparativa del diferencial respecto al bono soberano de los instrumentos de deuda senior no preferente (SNP) emitidos por las principales entidades españolas y otras entidades europeas (a)**



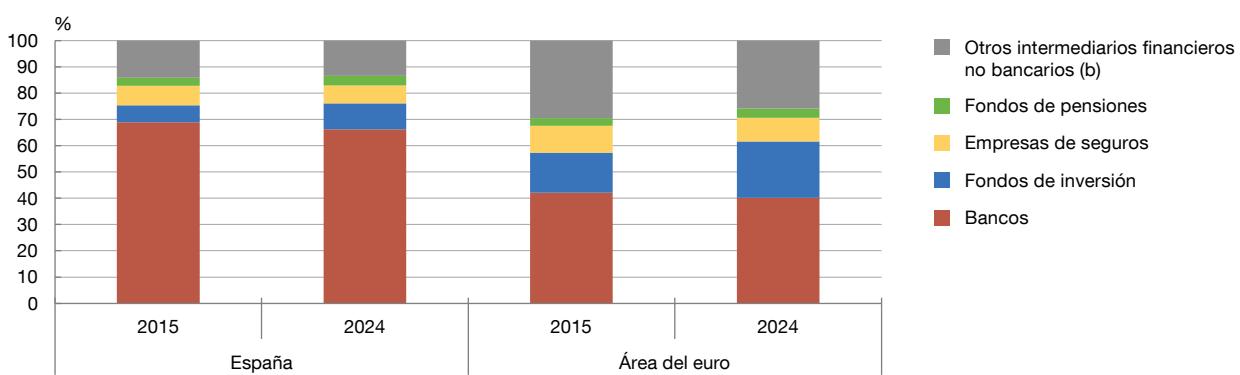
FUENTE:S CSDB, Dealogic, Eikon Refinitiv. Última observación: marzo de 2025.

- 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

Gráfico A2.3.2.1

**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)**



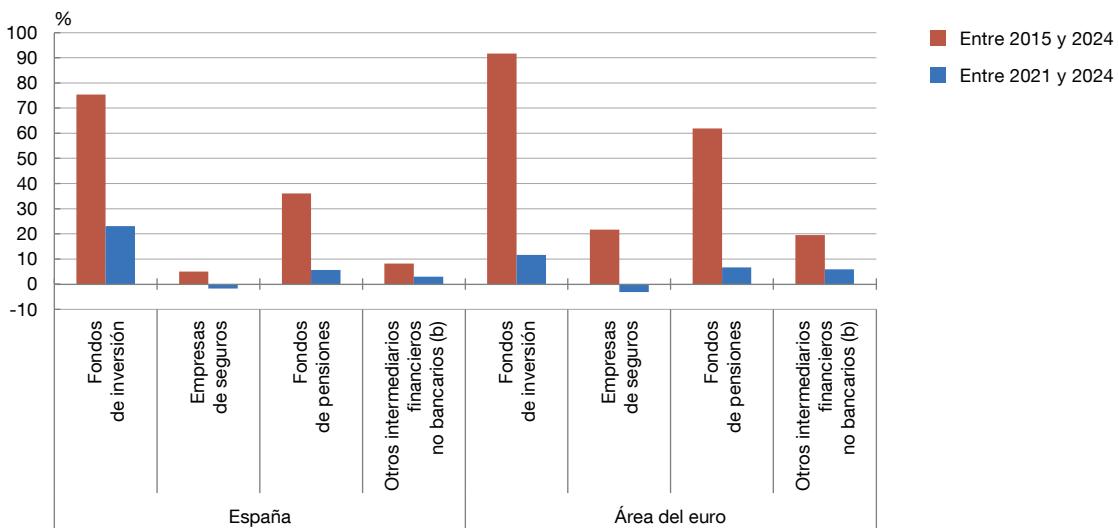
FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: diciembre de 2024.

- a En el cuarto trimestre de 2024, el activo total no consolidado de los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios en España fue 462, 318, 171 y 628 mm de euros, respectivamente. Los correspondientes valores para el conjunto del área del euro fueron 20.595, 8.714, 3.367 y 24.823 mm de euros, respectivamente.  
b La subcategoría otros intermediarios financieros no bancarios 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.

Gráfico A2.3.2.2

Crecimiento del activo total de los diferentes subsectores dentro del SFNB en España y en el área del euro.

Datos a nivel no consolidado (a)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: diciembre de 2024.

- a En el cuarto trimestre de 2024, el activo total no consolidado de los fondos de inversión, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios en España fue 462, 318, 171 y 628 mm de euros, respectivamente. Los correspondientes valores para el conjunto del área del euro fueron 20.595, 8.714, 3.367 y 24.823 mm de euros, respectivamente.
- b La subcategoría otros intermediarios financieros no bancarios incluye los EFC, sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, las SOCIMI, agencias de valores, las SGILC, 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.

### A2.3.3 Interconexiones sistémicas

Todos los gráficos relevantes en relación con este apartado están incluidos en el cuerpo del IEF en el capítulo 3.

#### A2.4.1 El mercado inmobiliario en España

Notas adicionales A2.4.1.1

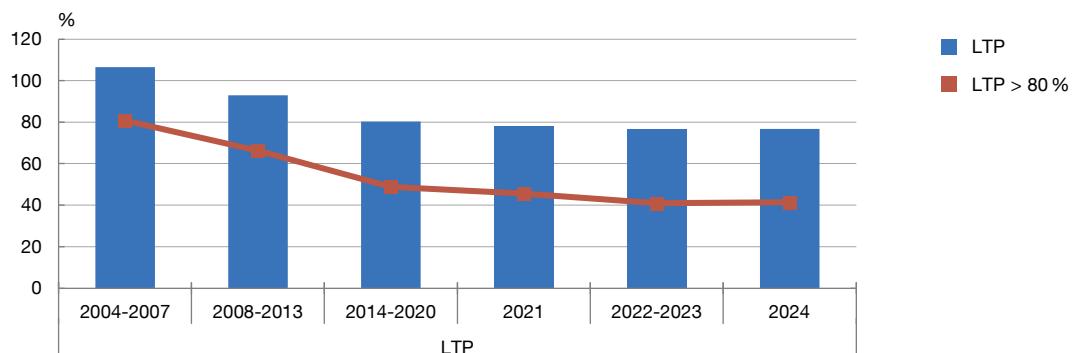
Estándares de concesión del nuevo crédito hipotecario a hogares (Gráfico 4.5)

La definición de ingresos utilizada en este informe para el cálculo de ratios LTI y LSTI está alineada con la [Recomendación JERS 2016/14](#). Esta definición implica el uso de la renta neta de los hogares en lugar de la renta bruta, como se había venido haciendo hasta el Informe de Estabilidad Financiera de primavera de 2024. Para los datos del año 2015 al año 2022, se utiliza la renta neta media de los hogares que publica el INE por código postal disponible en el Atlas de Distribución de Renta para España del INE. Para inferir la renta neta de los hogares para el período 2023 se extrapolan los datos de la renta de 2022 utilizando información agregada de la renta neta de los hogares del INE. A partir de 2024, las entidades han comenzado a reportar a la CIRBE información detallada sobre los ingresos declarados para

la concesión de cada nueva hipoteca. Esta definición de ingresos se ajusta a las directrices establecidas en la Recomendación **JERS 2016/14**, según lo especificado en la **circular CIRBE, BOE-A-2023-7662**. Para aquellas operaciones de crédito en CIRBE que presentan en 2024 valores vacíos o inadmisibles de la información requerida de renta se les imputa un valor de renta a partir de la información disponible de la misma a nivel de código postal. En cualquier caso, a efectos comparativos, para 2024 se presenta también el cálculo de estos estándares utilizando la renta neta media por código postal.

Gráfico A2.4.1.2

**Estándares de concesión del nuevo crédito hipotecario a hogares. LTP (a)**

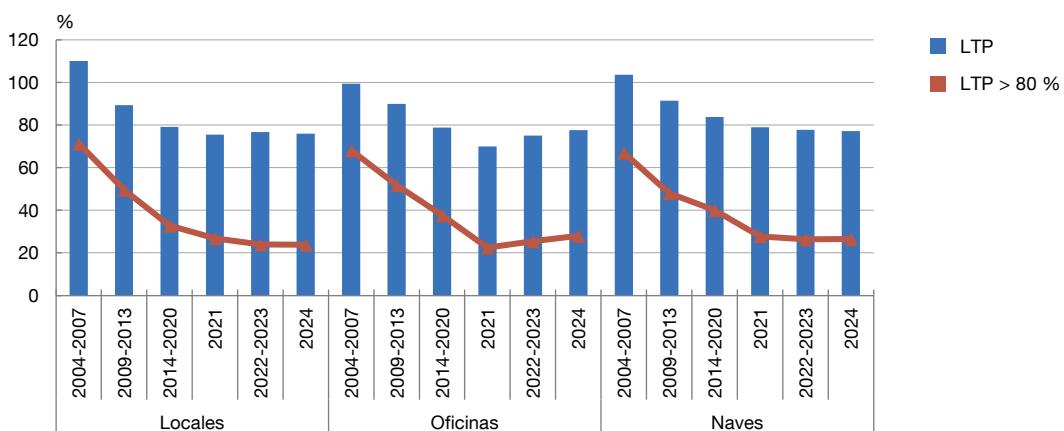


FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España. Última observación diciembre de 2024.

a La ratio préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de transacción de la vivienda en el momento de la compraventa, de acuerdo con la información disponible a partir de Colegio de Registradores. Los valores medios de la ratio LTP están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

Gráfico A2.4.1.3

**Estándares de concesión del crédito nuevo hipotecario con garantía inmobiliaria comercial. LTP (a)**



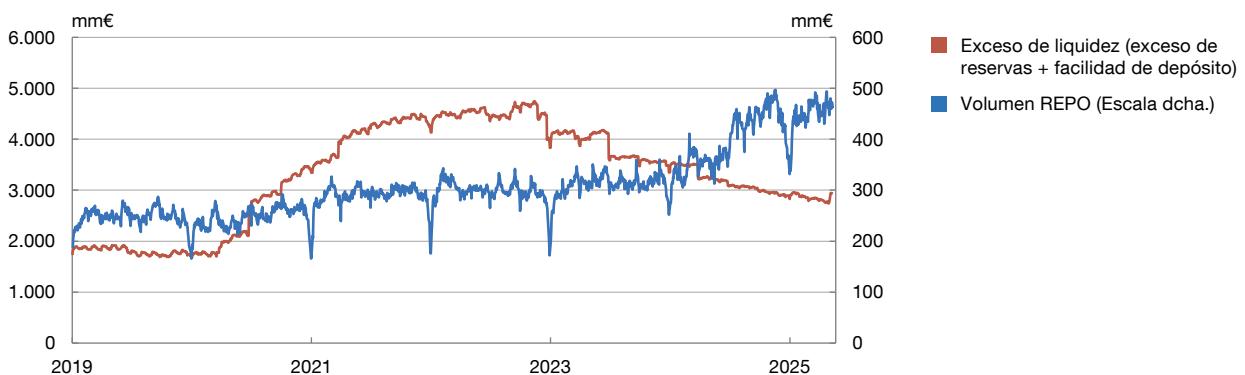
FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España. Última observación: diciembre de 2024.

a La ratio préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de compraventa registrado en la transacción del inmueble, de acuerdo con la información disponible a partir de Colegio de Registradores. Los valores medios de la ratio LTP están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas.

## A2.4.2 Mercados financieros

Gráfico A2.4.2.1

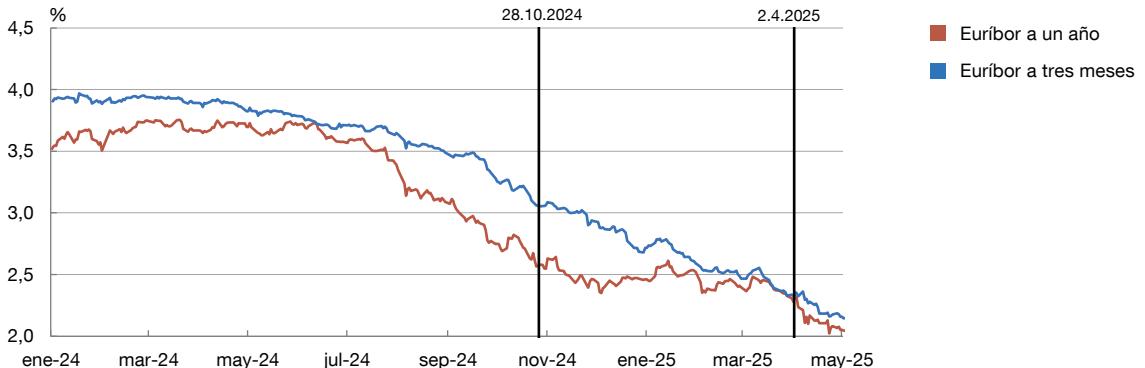
### Exceso de liquidez y volumen en el mercado repo



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

Gráfico A2.4.2.2

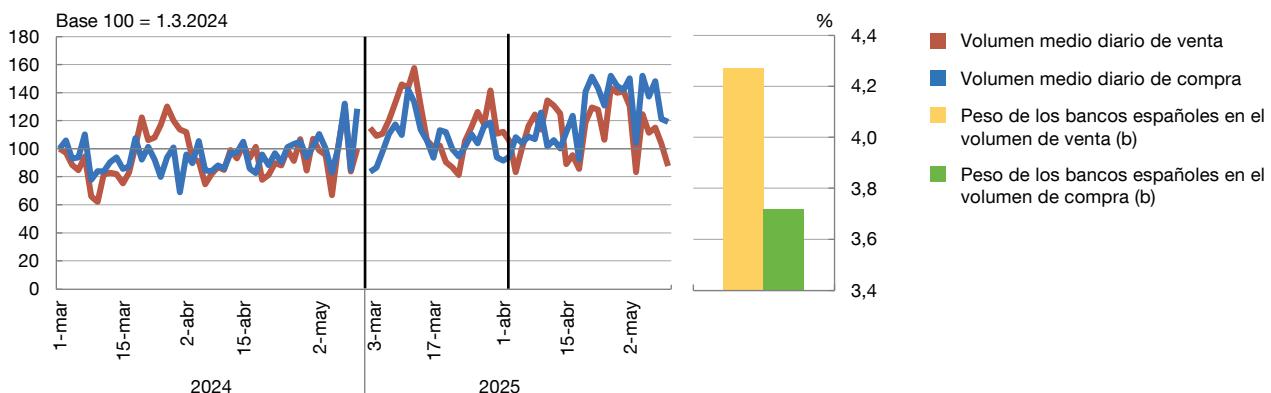
### Rentabilidad del euríbor



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. El 28.10.2025 es la fecha de cierre del anterior IEF. El 2.4.2025 es la fecha de escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

Gráfico A2.4.2.3

## Volúmenes de compra y venta de swaps euro/dólar por parte de entidades bancarias europeas (a)

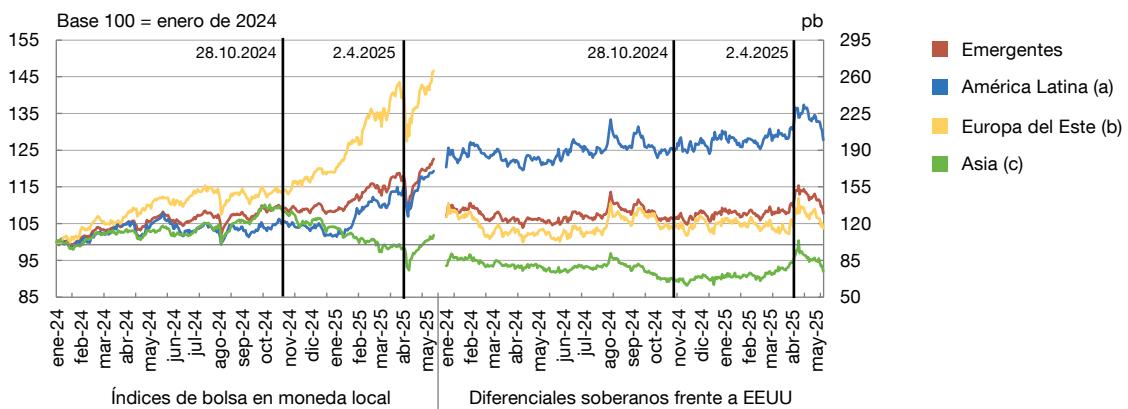


FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: 12 de mayo de 2025.

- a) Datos agregados de las entidades europeas que reportan a las estadísticas del mercado monetario del área del euro (Money Market Statistical Reporting). La compra hace referencia a la adquisición de euros a cambio de dólares y la venta hace referencia a la entrega de euros a cambio de dólares.  
 b) El peso de los bancos españoles en los volúmenes de compra y de venta se ha calculado para el período comprendido entre el 12 de mayo de 2024 y el 12 de mayo de 2025.

Gráfico A2.4.2.4

## Índices de bolsa y diferenciales soberanos en países emergentes



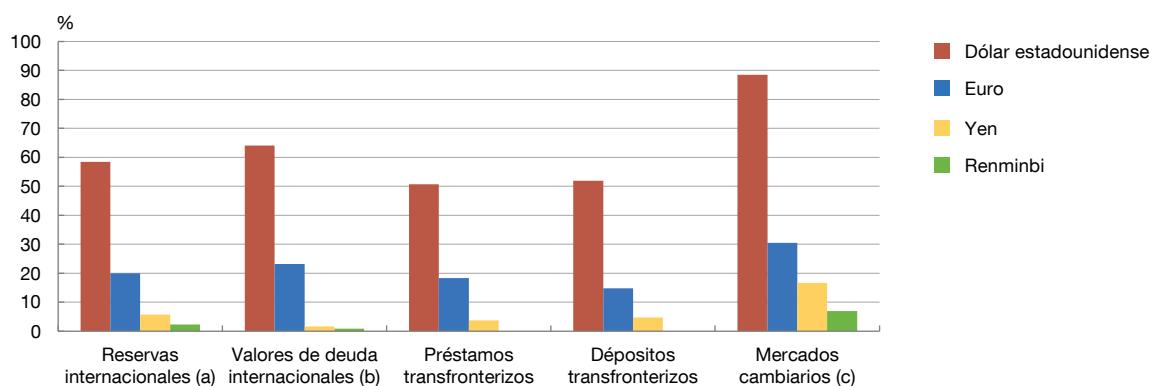
FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo 2025.

- a) Promedio de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.  
 b) Promedio de República Checa, Polonia y Hungría.  
 c) Promedio de China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia y Tailandia.

## A2.5.1 Riesgos geopolíticos

Gráfico A2.5.1.1

### Cuotas de las monedas más comúnmente incluidas en las reservas internacionales de bancos centrales

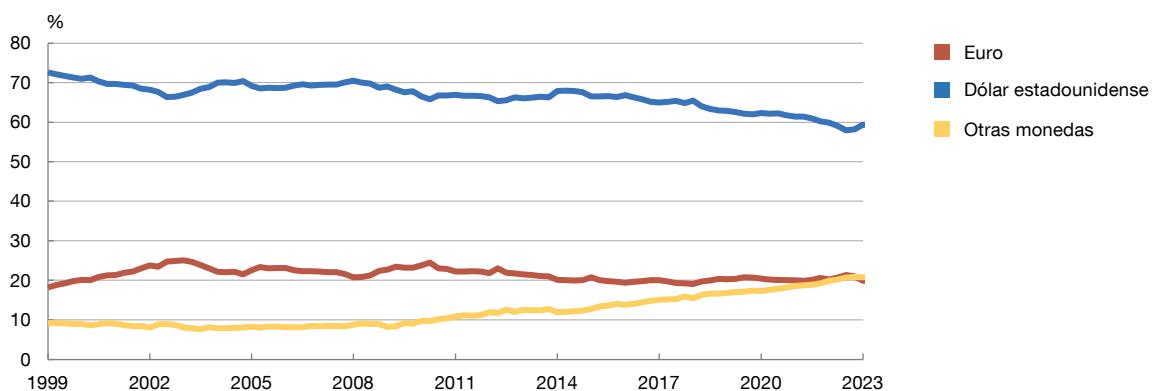


FUENTES: BCE, BIS, FMI, CLS Bank International, Ilzetzki y Reinhart y Rogoff (2019). Última observación: cuarto trimestre de 2023.

- a Las reservas internacionales de los bancos centrales se definen como activos externos que están disponibles de inmediato y bajo el control de las autoridades monetarias.
- b Saldo vivo de los valores representativos de deuda emitidos por no residentes.
- c Volumen negociado en estos mercados. Dado que las transacciones en los mercados de cambio de divisas siempre involucran dos monedas, el volumen negociado en los mercados podría llegar al 200 %.

Gráfico A2.5.1.2

### Cuotas de las monedas como activo de reserva oficial (a)



FUENTES: BCE, BIS, FMI, CLS Bank International, Ilzetzki y Reinhart y Rogoff (2019). Última observación: cuarto trimestre de 2023.

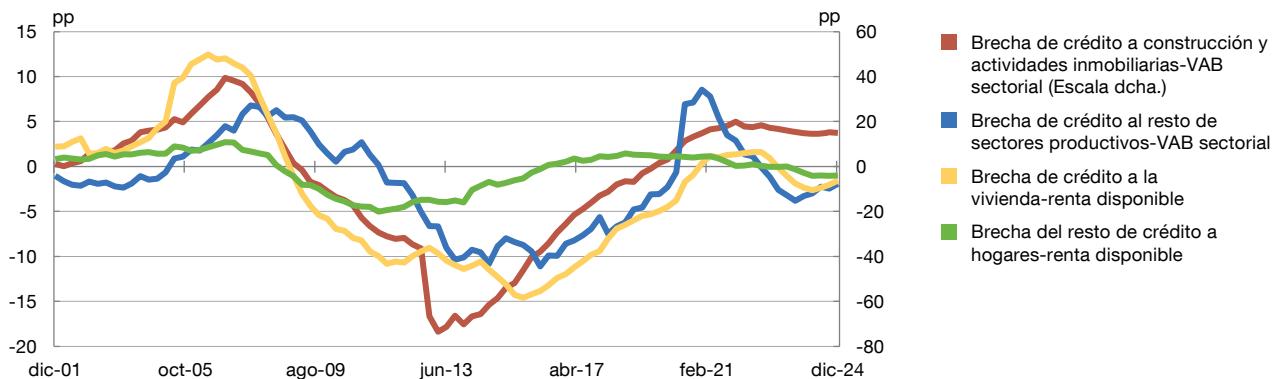
- a A tipos de cambio constantes del cuarto trimestre de 2023.

## A2.6.1 Política Macroprudencial

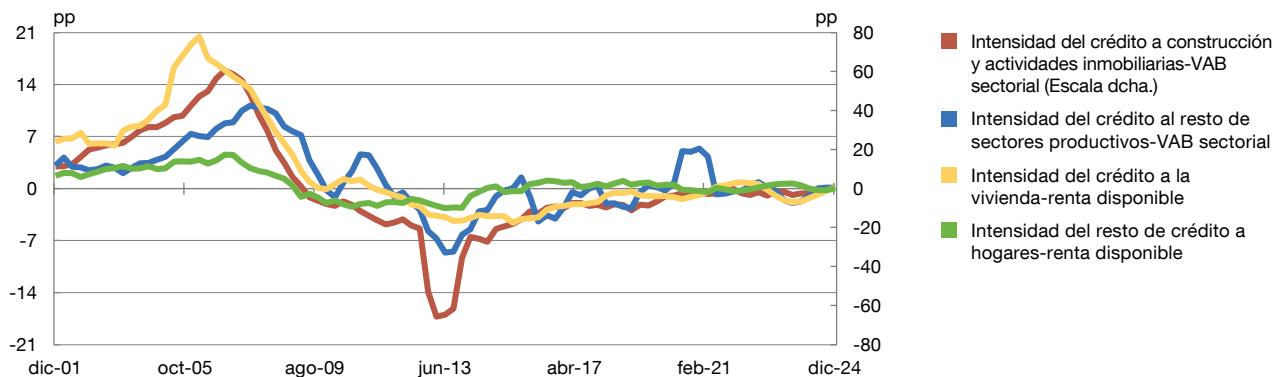
Gráfico A2.6.1.1

### Indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial

#### 6.1.1.a Brecha del crédito-VAB (empresas) y crédito-renta disponible (hogares) (a)



#### 6.1.1.b Intensidad del crédito-VAB (empresas) y crédito-renta disponible (hogares) (a)



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

- a Las brechas de crédito de cada sector miden la diferencia entre los indicadores de endeudamiento sectorial y sus valores de equilibrio, estimados como tendencias a largo plazo, obtenida mediante un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola ajustada con parámetro de suavizado igual a 25.000. Las intensidades de crédito sectorial se calculan como la ratio de la variación anual del crédito correspondiente a cada sector en el numerador, y el VAB o la renta disponible acumulados anuales en el denominador.



## 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: 12 de mayo 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 Pùblicas	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 anticílico	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)	PII	Posición de inversión internacional
ECB	European Central Bank	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
EFC	Establecimiento financiero de crédito	RBD	Renta bruta disponible
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	RD	Real Decreto
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	RDL	Real Decreto-ley
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	Repo	Acuerdo de recompra
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	ROA	Return on assets (rentabilidad sobre el activo)
ESRB	European Systemic Risk Board	ROE	Return on equity (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
€STR	Euro short-term rate (tipo de interés a corto plazo del euro)	S	Semestre
FDIC	<i>Federal Deposit Insurance Corporation, US</i> (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)	S1/S2/S3	Stage 1 / Stage 2 / Stage 3
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (fondos cotizados en bolsa)	S&P	Standard & Poor's
FINMA	Autoridad suiza supervisora del mercado financiero	SA	Sociedad anónima
FL	Fully loaded	SARS-CoV-2	Severe Acute Respiratory Syndrome CoronaVirus 2
FLESB	Forward-looking exercise on Spanish banks	SI	<i>Significant institutions</i> (Entidades significativas)
FMM	Fondos del mercado monetario	SFNB	Sector financiero no bancario
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SNF	Sociedad no financiera
G-SIB	Banco de importancia sistémica mundial ( <i>global systemically important bank</i> )	SNP	<i>Senior non-preferred</i> (sénior no preferente)
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)	SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
ICO	Instituto de Crédito Oficial	SREP	Supervisory Review and Evaluation Process (proceso de revisión y evaluación supervisora)
IEF	Informe de estabilidad financiera	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
IFNB	Intermediación financiera no bancaria	T2	<i>Tier 2</i> (Capital de nivel 2)
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	TLAC	<i>Total loss-absorbing capacity</i> (Capacidad total de absorción de pérdidas)
INE	Instituto Nacional de Estadística	TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	T/TR	Trimestre
IPC	Índice de precios de consumo	UB	Unión Bancaria
IRB	<i>Internal Ratings Based models</i> (modelos internos de calificación para la valoración del riesgo de crédito)	UE	Unión Europea
IRS	Indicador de riesgo sistémico	UEM	Unión Económica y Monetaria
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares	VAB	Valor añadido bruto
		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		