



4

MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

4 MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

Esquema 4.1

Mercados y precios de los activos (a)

 <p>MERCADO INMOBILIARIO</p>	<ul style="list-style-type: none">El crecimiento del precio real de la vivienda continúa siendo alto.La expansión del crédito inmobiliario es contenida en relación con el PIB y el saldo de crédito bancario, y es compatible con que los hogares mantengan un nivel bajo de endeudamiento.Los criterios de concesión de crédito hipotecario se han relajado ligeramente, pero se mantienen muy por debajo de sus máximos históricos.En conjunto, los riesgos inmobiliarios para la estabilidad financiera permanecen contenidos.
 <p>MERCADOS FINANCIEROS</p>	<ul style="list-style-type: none">Elevadas valoraciones de los activos con riesgo, que han sufrido correcciones contenidas y en algunos casos transitorias tras el inicio de la crisis en Oriente Medio, a pesar del aumento de la incertidumbre que ha supuesto.Incertidumbre sobre las valoraciones del sector tecnológico y deterioro de percepción del riesgo en el crédito privado.El conflicto en Oriente Medio ha provocado ampliaciones moderadas en los diferenciales de riesgo de la deuda soberana europea, pero estos no han mostrado señales de fragmentación financiera en el área del euro.

FUENTE: Banco de España.

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

4.1 El mercado inmobiliario

4.1.1 Precios y actividad

El número de compraventas de vivienda en 2025 fue elevado y superior al año previo, aunque con señales de estabilización. En 2025, las adquisiciones de vivienda se situaron en unas 750 mil unidades, equivalentes a 3,8 transacciones por cada 1000 hogares, una cifra todavía muy inferior a las ratios cercanas a 6 alcanzadas en 2006 (véase gráfico 4.1.a). El crecimiento de las compraventas se redujo desde el 12,1 % de 2024 hasta el 5,1 % en 2025, desaceleración que fue particularmente intensa en la segunda mitad del año. Las compraventas siguieron concentradas en la vivienda usada (90 % de las operaciones)¹.

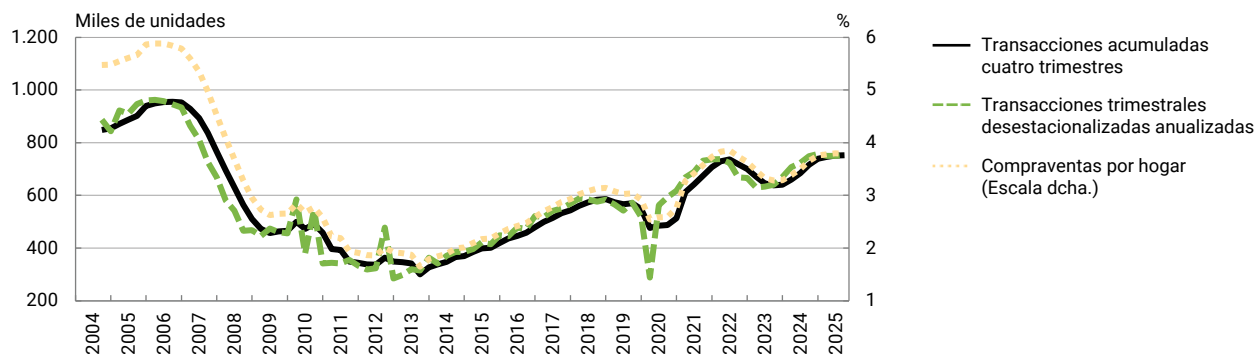
Los precios de compra de la vivienda aceleraron su ritmo de aumento con respecto a 2024. El crecimiento anual medio se situó, en términos nominales, en el 12,7 % en 2025, frente al 8,4 % en 2024. En términos reales, los precios de la vivienda crecieron a un ritmo interanual del

¹ Esta composición contrasta con el mayor peso de las compraventas de vivienda nueva en expansiones previas, con ratios promedio del 40 % en el período 2004-2007.

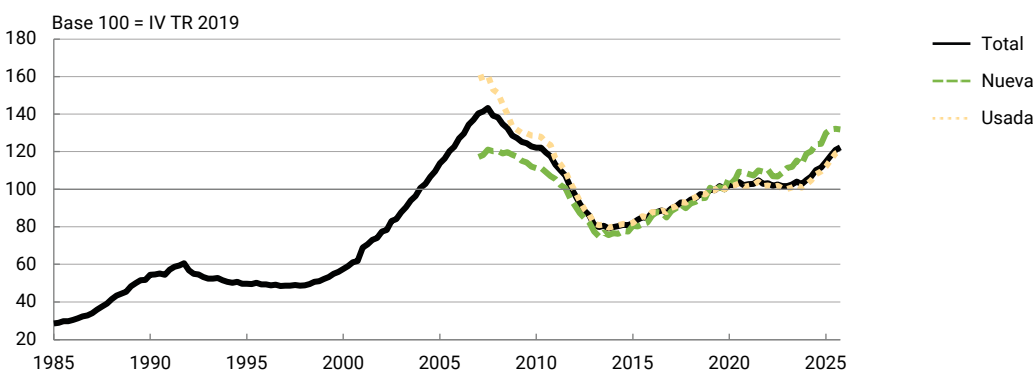
Gráfico 4.1

Las compraventas en el mercado de la vivienda se estabilizaron en 2025 en niveles elevados, mientras que los precios reales de compra continuaron creciendo con fuerza, presionados por una demanda fuerte y una oferta relativamente rígida

4.1.a Compraventas de vivienda (a)



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



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

a Operaciones escrituradas ante notario.

9,7 % en 2025, frente al 5,5% en 2024. De este modo, el nivel de precios reales se situó al final del año pasado un 14,7 % por debajo del máximo alcanzado en el inicio de la crisis financiera global en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 4.1.b). En el último trimestre de 2025, la tasa intertrimestral anualizada del precio real de la vivienda alcanzó el 10,2 %, indicando que la dinámica expansiva de los precios persiste en el período más reciente (véase gráfico A.2.4.1.1 del anejo 2).

En el mercado del alquiler, se observan algunas señales de moderación del crecimiento de los precios. Así, los indicadores basados en precios de oferta del alquiler de los principales portales inmobiliarios², que mostraron en 2024 una fuerte aceleración con avances medios

2 Los precios de oferta deben ser interpretados con cautela ya que no han recibido un tratamiento estadístico equivalente a los precios de la vivienda publicados por el INE. No obstante, su evolución proporciona información complementaria útil para valorar y anticipar las dinámicas de los precios inmobiliarios.

en torno al 10 % en términos reales, se habrían desacelerado hasta incrementos del 5 % en 2025.

Por su parte, los precios reales de los inmuebles comerciales mantienen una tendencia al alza moderada. A pesar de esta, continúan de forma general por debajo de los niveles reales previos a la pandemia, con la excepción de las zonas céntricas de las grandes ciudades y de las naves industriales, que ya alcanzan niveles de precios reales similares a los de 2019 (véase gráfico A2.4.1.2 del anejo 2).

El crecimiento del precio de la vivienda se produce en un contexto en el que la oferta de nuevas viviendas crece de manera sostenida en el tiempo a un menor ritmo que la demanda. La demanda de vivienda en 2025 fue impulsada tanto por los residentes, con una creación neta de 225 mil hogares, como por los no residentes, con un volumen anual de adquisiciones de 55 mil unidades³. El aumento de demanda de vivienda⁴ excedió la oferta de vivienda nueva, situada en unas 92 mil viviendas terminadas en 2025. Como se ha mencionado, la cobertura de la demanda continuó apoyándose en la adquisición de vivienda usada. A corto plazo, se espera un incremento gradual del número de viviendas nuevas para 2026 —según la información de viviendas iniciadas y visados de obra nueva residencial de 2024 y de 2025—, pero de una cuantía muy moderada en relación con el crecimiento acumulado del número de hogares en años recientes⁵.

Las diferencias entre provincias en los precios reales de la vivienda continuaron incrementándose en el último año. Estos siguieron creciendo con más fuerza en las provincias donde ya eran más elevados (percentil 90 de la distribución entre provincias), frente a un aumento más modesto en aquellas donde los precios se situaban en niveles medios, y avances muy moderados donde los niveles de precios eran bajos (percentil 10) (véase gráfico 4.2). Esta heterogeneidad en la evolución de los precios por provincias seguiría reflejando diferencias en factores de demanda (por ejemplo, crecimiento de la renta, demanda de no residentes) y oferta (por ejemplo, disponibilidad de suelo)⁶. En todo caso, desde el punto de vista de la evolución de los precios de la vivienda, la situación actual difiere de la observada en los años previos a la crisis financiera global, en los que el incremento de los precios de la vivienda en España fue un fenómeno más generalizado por provincias.

Los precios de la vivienda en España siguieron mostrando un comportamiento expansivo con respecto a la evolución de la renta de los hogares y los tipos de interés. Estos indicadores, que presentan valores positivos más elevados cuando los precios se sitúan en niveles altos

3 Estas compras brutas supondrían, según las estimaciones disponibles, un incremento neto en torno a las 30 mil unidades del stock de viviendas en manos de no residentes.

4 Otros componentes que impulsarían adicionalmente la demanda serían aquellos vinculados con usos alternativos de la vivienda como, por ejemplo, el alquiler de temporada o el turístico, así como la demanda no satisfecha procedente de jóvenes que retrasan su emancipación del hogar parental.

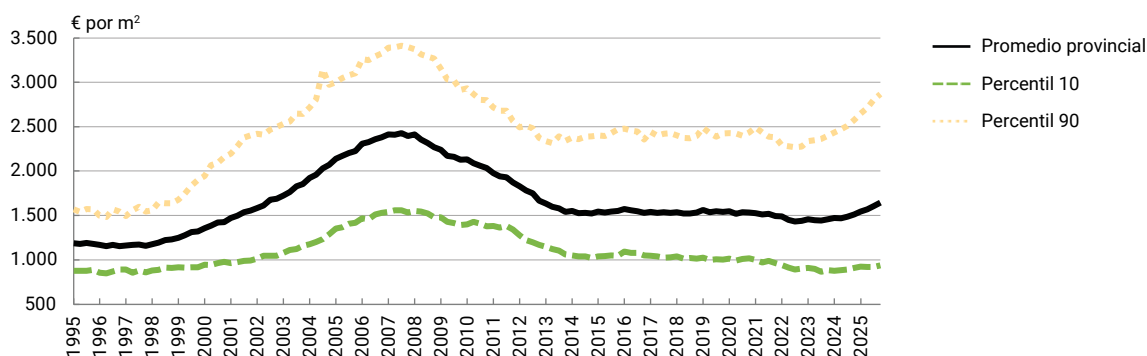
5 Las viviendas iniciadas y los visados residenciales se situaron en un rango en torno a 135 mil y 140 mil unidades en 2025.

6 Véase el recuadro 4.1 del IEF de otoño de 2025 para un análisis más detallado de la heterogeneidad geográfica en el crecimiento de los precios de la vivienda en el periodo reciente.

Gráfico 4.2

Las diferencias territoriales en los precios reales de la vivienda aumentaron en 2025 debido a un mayor crecimiento relativo de estos en las provincias donde ya eran más elevados

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



FUENTE: Banco de España con datos del Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y del Instituto Nacional de Estadística. Última observación: cuarto trimestre de 2025.

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



respecto con la renta o los tipos de interés, continuaron creciendo en 2025⁷ (véase gráfico 4.3.a). A pesar de esta evolución creciente, el rango estimado en diciembre de 2025 (entre el 10 % y el 15 %) es similar al registrado en 2004, y muy inferior al valor promedio máximo del 24 % alcanzado a finales de 2007. Como ya se señaló en el número anterior de este Informe, el desacople de los precios de la vivienda y la renta de los hogares a partir de 2024 es el principal factor que explica esta evolución.

No obstante, el indicador sintético de riesgos del mercado inmobiliario ha continuado en niveles contenidos (véase gráfico 4.3.b). Este indicador incorpora un conjunto más amplio de información, que incluye tanto factores de oferta como de demanda⁸. En línea con el indicador de desacople de precios discutido en el párrafo anterior, el componente de valoraciones del indicador sintético mantiene una contribución creciente, apoyado en el aumento de los precios de la vivienda. En contraste, la actividad inmobiliaria real ha mostrado una cierta desaceleración en los tres primeros trimestres de 2025, consistente con la estabilización de las transacciones y una actividad constructora débil. La contribución al riesgo de las condiciones crediticias (discutidas más ampliamente en la siguiente sección) ha repuntado ligeramente, aunque

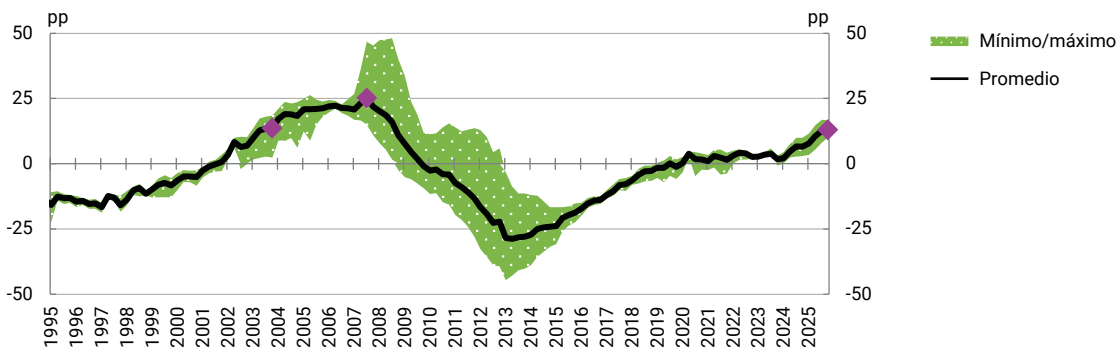
⁷ Estos indicadores presentan valores más positivos cuando las variaciones en los precios de la vivienda se sitúan en niveles altos con respecto a los esperables de acuerdo con la relación a largo plazo con la renta o los tipos de interés. Estos indicadores están sujetos a una notable incertidumbre y deben ser interpretados con cautela. Véanse por ejemplo el recuadro 3 en el *Financial Stability Review* del BCE de junio de 2011 y el recuadro 3 de esa misma publicación de mayo de 2015. El uso de una batería de indicadores (distintos métodos y distintas combinaciones de precios, renta y tipos de interés) en vez de uno solo de ellos aporta robustez, pero es necesario notar que no incluyen todos los factores relevantes para el mercado de la vivienda (por ejemplo, condiciones de oferta).

⁸ Para más información sobre el cálculo del indicador sintético del mercado inmobiliario véase la nota A2.4.1.3 (c) del anejo 2 y Pana Alves, Carmen Broto, María Gil y Matías Lamas (2023), «Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España», Documentos Ocasionales 2314, Banco de España.

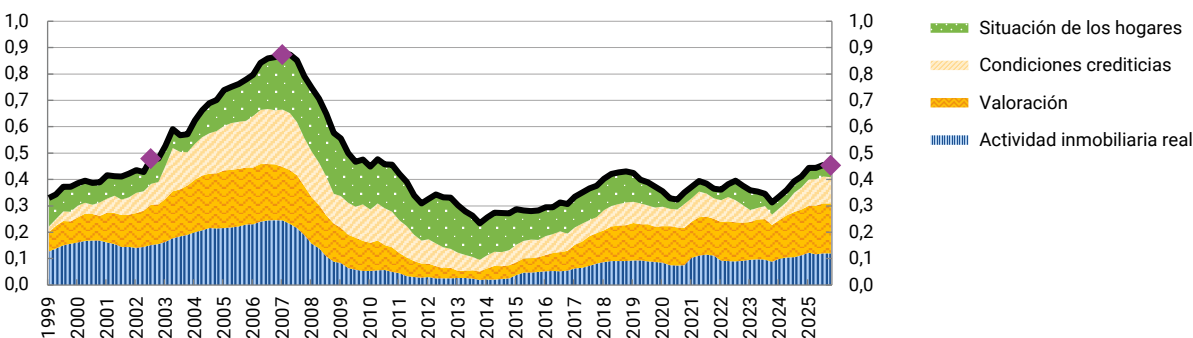
Gráfico 4.3

El fuerte crecimiento de los precios de la vivienda sigue dando cierto impulso a los indicadores de riesgos del mercado inmobiliario, pero estos continúan en conjunto en niveles contenidos

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



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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: diciembre de 2025.

a Los rombos de color morado representan el valor máximo, el último valor disponible y su equivalente en fechas previas con tendencias alcistas. Un valor positivo del promedio de indicadores implica que los precios reales de la vivienda se sitúan en niveles elevados en relación con la renta y con los tipos de interés.

b,c Véase la nota A2.4.1.3 del anejo 2.



continúa en valores reducidos en perspectiva histórica. La situación financiera de los hogares se mantiene estable y en niveles históricamente favorables (véase al respecto también el capítulo 2). En conjunto, el indicador sintético se situaba a finales de 2025 en un nivel similar al del tercer trimestre de 2002, muy por debajo de los valores previos al boom inmobiliario de la primera década del siglo.

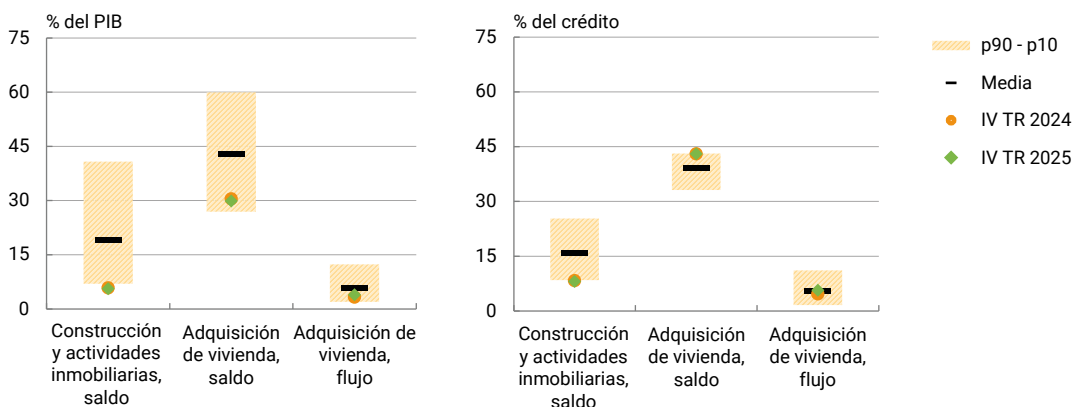
4.1.2 Financiación

El crédito hipotecario nuevo a hogares para la compra de vivienda creció con fuerza en 2025, aunque permanece contenido en nivel absoluto, y también en relación con el PIB y el crédito total. Tras el aumento interanual del 26,2 % en el segundo trimestre, el ritmo de crecimiento se moderó relativamente y se situó en el 22,4 % en el cuarto. Tanto el crecimiento del importe medio como, en mayor medida, del número de operaciones han contribuido a este

Gráfico 4.4

El crédito al sector inmobiliario permanece en niveles bajos en relación con el PIB, al tiempo que mantiene un peso en conjunto contenido sobre el total de crédito bancario a hogares y empresas

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



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

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



comportamiento expansivo (véase gráfico A2.4.1.4 del anejo 2). De este modo, el nivel (en términos reales) del crédito nuevo a hogares para adquisición de vivienda se mantiene en niveles máximos de la última década, pero significativamente inferiores a los observados entre 2000 y 2008 (véase gráfico A2.4.1.5 del anejo 2). Asimismo, las ratios de crédito hipotecario nuevo sobre el PIB y sobre el crédito bancario total se mantienen cerca del promedio histórico y muy por debajo del máximo registrado antes de la crisis financiera global (véase gráfico 4.4).

El saldo del crédito hipotecario a hogares destinado a la compra de vivienda mantiene una senda moderadamente alcista, pero su nivel sigue siendo contenido desde una perspectiva histórica. Como se ha señalado ya en la sección 3.1.4 del capítulo 3, el saldo de este crédito creció un 3,7 % interanual en el cuarto trimestre de 2025, encadenando así cinco trimestres consecutivos de variaciones positivas. No obstante, su nivel en términos reales se sitúa todavía lejos de lo observado entre 2000 y 2008 (véase gráfico A2.4.1.5 del anejo 2). Este tipo de crédito representaba en diciembre de 2025 el 43 % del crédito a empresas y familias. Se trata de un nivel elevado (cerca del percentil 90 de la serie histórica) (véase gráfico 4.4), que se explica por la disminución relativamente mayor de otros tipos de crédito desde 2008, en particular el destinado a la construcción y a las actividades inmobiliarias. En relación con el PIB, el saldo de hipotecas continúa actualmente en niveles reducidos (29,9 %, cerca del percentil 10 de la serie histórica), tras una contracción prolongada entre 2009 y 2021.

El crédito al sector de la construcción y las actividades inmobiliarias también prolongó la tendencia de recuperación observada en los últimos trimestres, aunque se mantiene en niveles próximos a mínimos históricos. El saldo de este tipo de crédito aumentó un 1,3 % interanual en el cuarto trimestre de 2025, por lo que encadena ya seis trimestres consecutivos

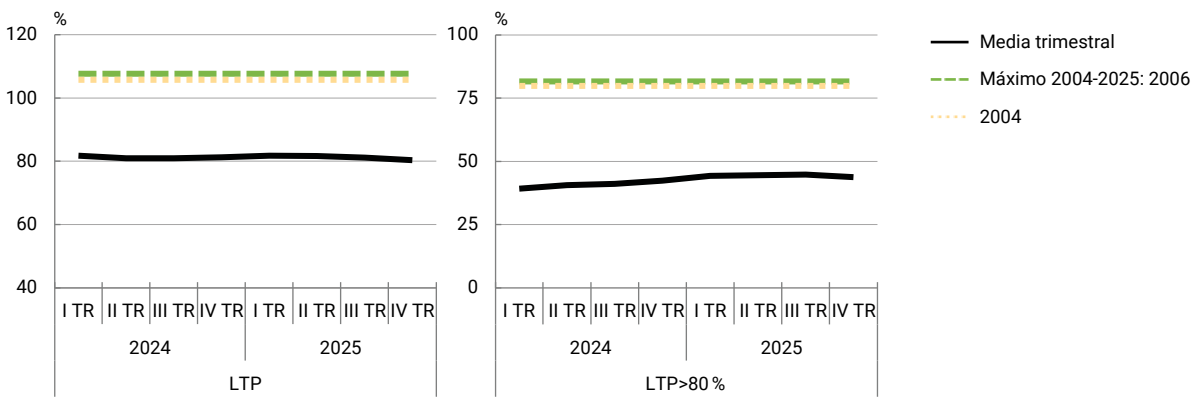
de crecimiento. No obstante, sus niveles en términos reales (véase gráfico A2.4.1.5 del anejo 2), y en relación con el PIB y con el total de crédito a hogares y empresas, se mantienen en torno a mínimos históricos (véase gráfico 4.4). El volumen real de nuevo crédito hipotecario con inmuebles comerciales como colateral permanece estable (véase gráfico A2.4.1.6 del anejo 2).

La ratio del importe de las nuevas hipotecas sobre el precio de la vivienda aportada en garantía (LTP, por las siglas en inglés para *loan-to-price*) se mantiene en niveles contenidos. Esta ratio se situaba de media en el 80,4 % al final de 2025, con una evolución estable desde 2024. La proporción de nuevas operaciones con LTP por encima del 80 % ha tenido una tendencia ligeramente creciente, pasando del 39,2 % a comienzos de 2024 al 43,8 % a finales de 2025, pero sigue en niveles muy inferiores a los máximos históricos. Estos datos siguen reflejando unos estándares de prudencia más estrictos que en el ciclo expansivo de los años

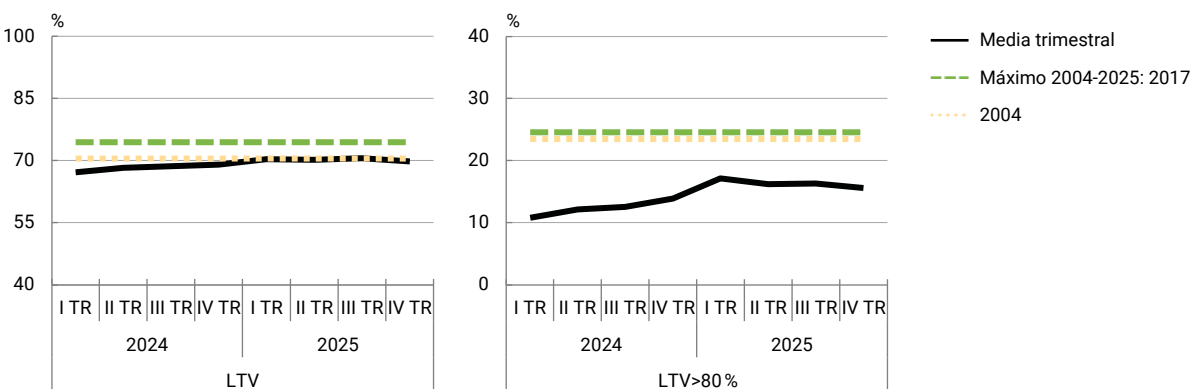
Gráfico 4.5

Los criterios de concesión en relación con el precio de compraventa y el valor de la garantía se han relajado moderadamente, pero se sitúan muy por debajo de sus niveles máximos históricos

4.5.a Ratio importe del préstamo-precio de compraventa (LTP) (a)



4.5.b Ratio importe del préstamo-valor de la garantía (LTV) (b)



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

a, b Véase la nota A2.4.1.7 del anejo 2.



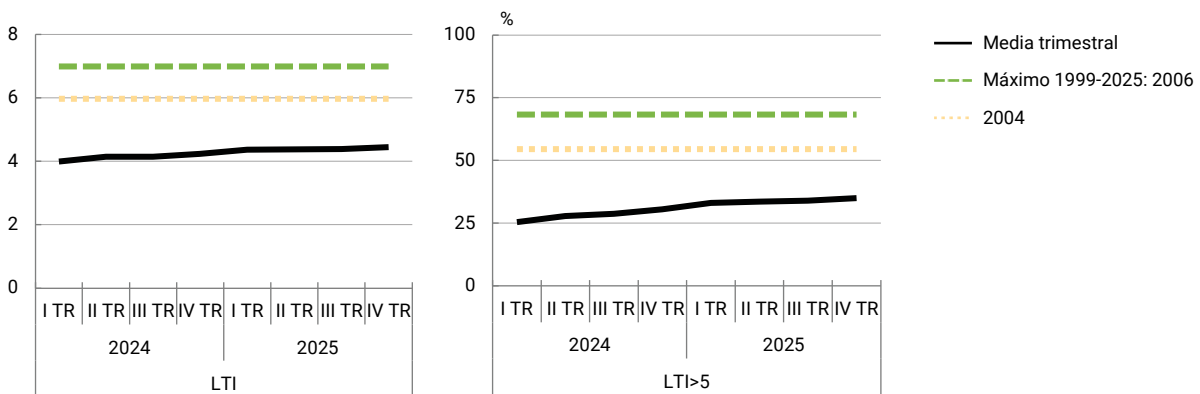
2000. De hecho, los promedios actuales del LTP se sitúan también claramente por debajo de los registrados en un punto intermedio de ese ciclo, como el año 2004 (véase gráfico 4.5.a).

La ratio del importe de las nuevas hipotecas sobre el valor de tasación (LTV, por las siglas en inglés para *loan-to-value*) también ha mostrado una evolución estable. Tras un ligero incremento en 2024, la ratio se sitúa de media en el 69,7 % a finales de 2025. La proporción de nuevo crédito hipotecario concedido con un LTV superior al 80 % ha aumentado desde el 10,8 % a comienzos de 2024 hasta el 15,6 % a finales de 2025 (véase gráfico 4.5.b). El LTV promedio de las nuevas hipotecas se mantiene por debajo de los niveles máximos en el ciclo expansivo de los 2000 y en años posteriores y en torno al nivel de 2004. Por su parte, la proporción de crédito concedido con una ratio LTV elevada continúa también lejos de los máximos de ese periodo, lo que también refleja la contención en las condiciones de concesión hipotecaria.

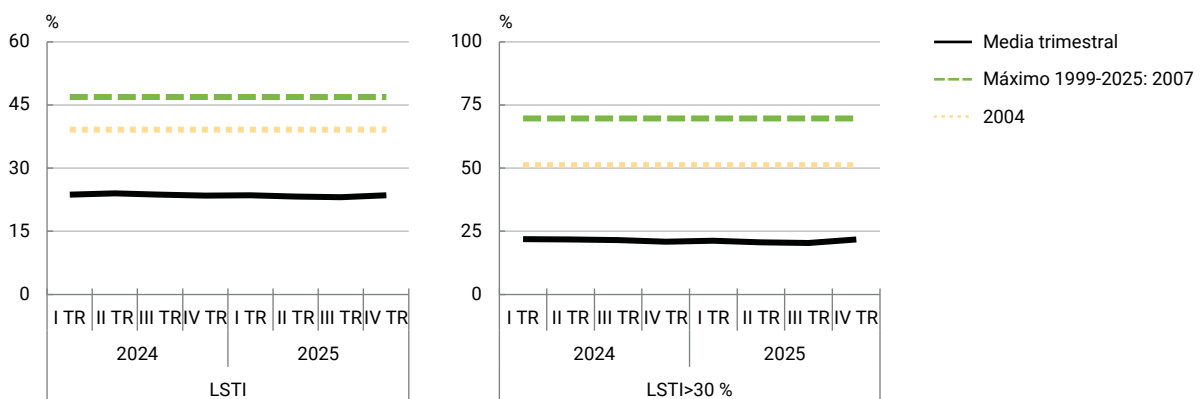
Gráfico 4.6

Los criterios de concesión en relación con la renta se han relajado moderadamente, pero se sitúan muy por debajo de sus niveles máximos históricos

4.6.a Ratio de préstamo-ingresos (LTI) (a)



4.6.b Ratio de carga de la deuda principal-ingresos (LSTI) (b)



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

a, b Véase la nota A2.4.1.8 del anejo 2.



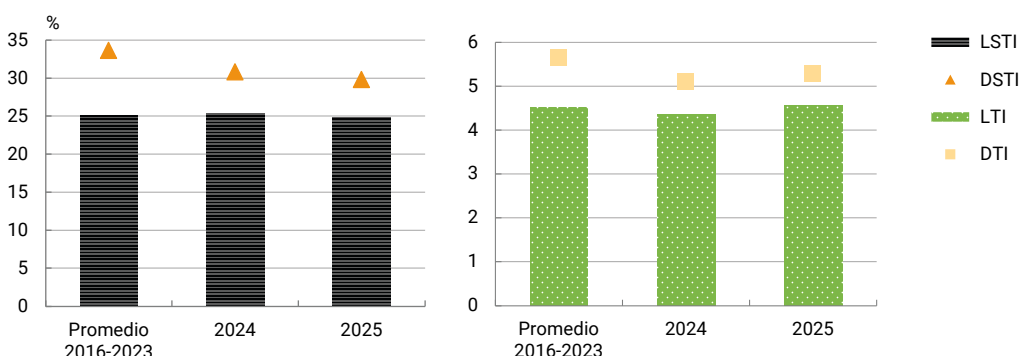
Las condiciones de financiación de nuevas operaciones hipotecarias en función de los ingresos de los hogares se mantienen en niveles igualmente contenidos, muy por debajo de sus máximos históricos. En 2024 y 2025, la media trimestral de la ratio préstamo-ingresos (LTI, por las siglas en inglés para *loan-to-income*) aumentó ligeramente, indicando una relajación muy limitada de este criterio de concesión. No obstante, su nivel continúa claramente por debajo de los máximos históricos alcanzados en la fase expansiva de la primera década de los 2000, y también de los niveles en años intermedios de ese ciclo, como 2004. A su vez, se aprecia a lo largo de 2025 una tendencia ligeramente ascendente de la proporción de hipotecas con LTI más elevado. Sin embargo, esta sigue siendo moderada en perspectiva histórica (véase gráfico 4.6.a).

La carga financiera de las nuevas hipotecas se ha mantenido también estable a lo largo de 2024 y 2025. La ratio de carga de la hipoteca principal sobre ingresos (LSTI, por las siglas en inglés para *loan-service-to-income*) ha mostrado una ligera disminución durante 2024 y 2025,

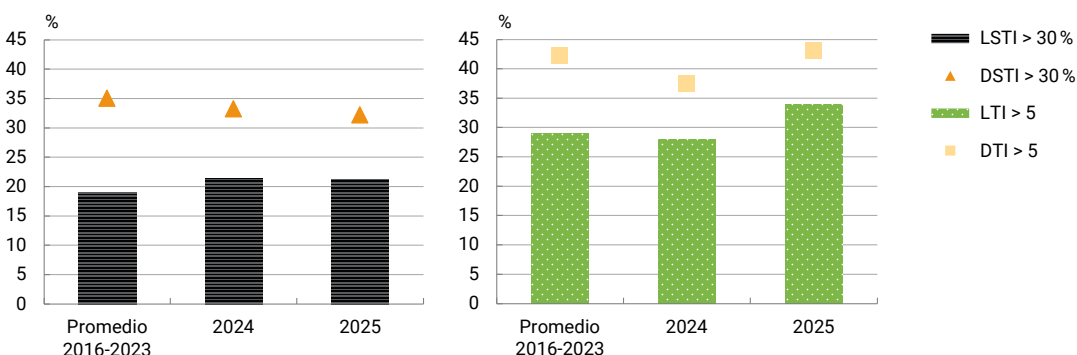
Gráfico 4.7

El endeudamiento y la carga financiera total que asumen de media los contratantes de nuevas hipotecas se han mantenido relativamente estables, pero ha crecido algo el peso de las hipotecas con ratios elevadas de deuda total sobre renta (a)

4.7.a Deuda y carga financiera total de los hogares en relación con la renta. Media ponderada. Esfuerzo financiero (LSTI y DSTI) en el panel izquierdo. Apalancamiento (LTI y DTI) en el panel derecho (b)



4.7.b Porcentaje de nuevas hipotecas con mayor deuda y carga financiera total en relación con la renta. Esfuerzo financiero (LSTI y DSTI) en el panel izquierdo. Apalancamiento (LTI y DTI) en el panel derecho (c)



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

a, b, c Véase la nota A2.4.1.9 del anejo 2.



situándose en el 23,5 % a finales de 2025, claramente por debajo de sus máximos históricos. Además, el porcentaje de hipotecas concedidas con un esfuerzo financiero superior al 30 % de la renta también se mantiene en niveles relativamente moderados (véase gráfico 4.6.b). Ambas métricas se sitúan en niveles contenidos en comparativa histórica.

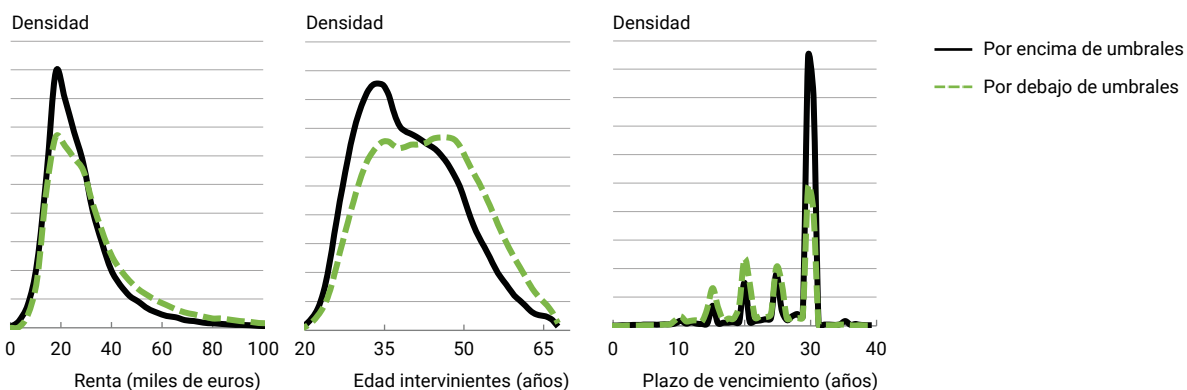
El endeudamiento total y la carga financiera total que asumen los hogares que contratan nuevas hipotecas se han mantenido relativamente estables en el período reciente. A diferencia de las ratios LTI y LSTI, que solo consideran el principal o la cuota de la nueva hipoteca, la ratio de la deuda total sobre ingresos y la ratio del servicio total de la deuda del hogar sobre ingresos (DTI y DSTI, respectivamente, por las siglas en inglés para *debt-to-income* y *debt-service-to-income*) incorporan toda la deuda viva en cualquier entidad bancaria y todas las cuotas activas del hogar al concederse la nueva operación. En promedio, las ratios DTI y DSTI han experimentado una evolución cualitativamente similar a las de las ratios LTI y LSTI, respectivamente, y se mantienen en línea con los niveles observados después de la crisis financiera global (véase gráfico 4.7.a). Asimismo, se observan también aumentos en la proporción de operaciones que superan ciertos umbrales de endeudamiento ($LTI > 5$ o $DTI > 5$), pero no en términos del servicio de la deuda ($LSTI > 30\%$ o $DSTI > 30\%$) (véase gráfico 4.7.b).

Los prestatarios que reciben hipotecas con un mayor nivel de apalancamiento o un mayor esfuerzo financiero presentan algunas características diferentes a las del resto de los acreditados. Según los datos en la Central de Información de Riesgos del Banco de España se

Gráfico 4.8

Las nuevas hipotecas con un mayor apalancamiento o esfuerzo financiero se concentran más en prestatarios más jóvenes con rentas más bajas y en operaciones con plazos de vencimiento algo más largos

4.8.a Distribuciones de la renta y edad de los prestatarios, y del plazo de vencimiento de los préstamos según la concesión de hipotecas por encima o por debajo de determinados umbrales de concesión (a)



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

a El gráfico muestra la función de densidad de la renta media de los prestatarios, el plazo de vencimiento de los préstamos y la edad de los prestatarios en función de si la operación hipotecaria se sitúa por debajo o por encima de alguno de los umbrales de endeudamiento o esfuerzo financiero en el momento de la concesión. Se consideran umbrales de concesión de 80 % para LTV y LTP, de 5 para LTI y DTI y de 30 % para LSTI o DSTI. La renta se corresponde con la renta media disponible de los intervinientes en la operación. La función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que permite una estimación no paramétrica y una representación gráfica continua y suavizada.

identifican, por ejemplo, unas ratios de importe de las hipotecas en relación con la renta y el valor del colateral algo más elevadas para prestatarios jóvenes y con menor renta, y una relación positiva de mayores niveles de estas ratios con un mayor plazo de las hipotecas (véase gráfico 4.8).

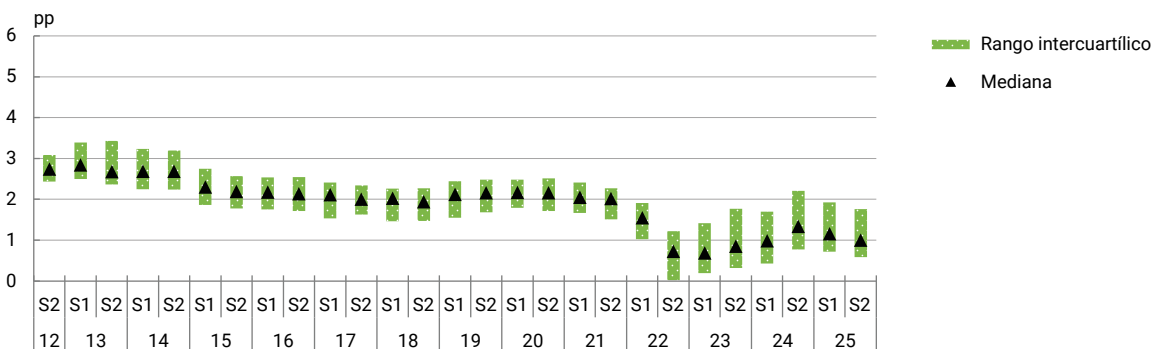
Se observa una capacidad financiera limitada de los hogares con vivienda principal en régimen de alquiler para adquirir una primera vivienda en propiedad mediante hipoteca. El recuadro 4.1 profundiza en esta cuestión a partir de información disponible en CIRBE y en el Panel de Hogares del Instituto de Estudios Fiscales (IEF) para el período 2016-2023.

Se observa la compresión de los diferenciales de los tipos de interés hipotecarios en España, tanto fijos como variables. Los diferenciales de tipos de interés (con respecto a los tipos libres

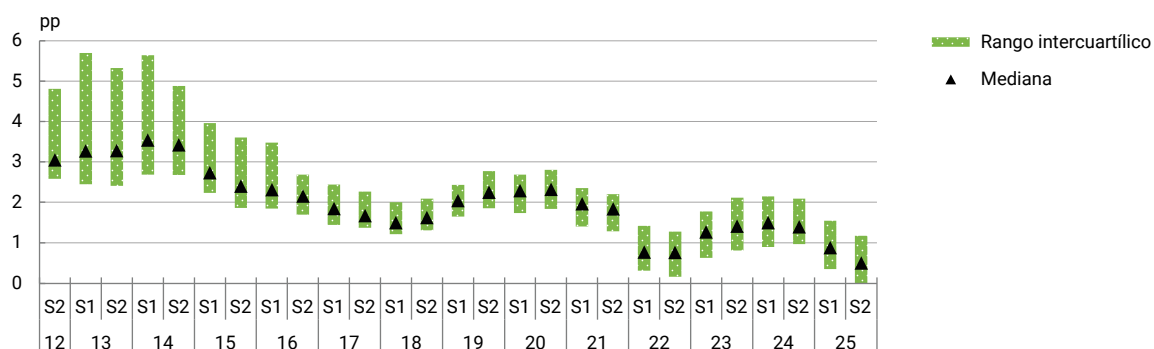
Gráfico 4.9

Los diferenciales de los tipos de interés aplicados al crédito hipotecario frente a sus índices de referencia se encuentran en niveles históricamente reducidos

4.9.a Diferencial con respecto a tipo libre de riesgo - Hipotecas a tipo variable (a)



4.9.b Diferencial con respecto a tipo libre de riesgo - Hipotecas a tipo fijo (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: segundo semestre de 2025.

a Véase la nota A2.4.1.10 del anejo 2.

de riesgo IRS, *Interest Rate Swap*⁹) en 2025 para las hipotecas a tipo variable se situaron alrededor del 1 % en valor mediano, en contraste con el valor cercano al 3 % de hace una década, pero algo superiores a los de años más recientes (véase gráfico 4.9.a). Para las hipotecas a tipo fijo, el diferencial estuvo por debajo del 1 % en 2025, niveles considerablemente inferiores a los observados históricamente (véase gráfico 4.9.b). La competencia en este segmento, la mejora de la calidad crediticia desde la crisis financiera global (que implica menores costes esperados por deterioro) y los costes de financiación reducidos que afrontan los bancos en el negocio en España (véase sección 3.1.5) incentivan este comportamiento. No obstante, una reversión a condiciones menos favorables para la financiación de los bancos presionaría el margen ajustado obtenido por los bancos sobre estas operaciones.

4.2 Mercados financieros

Política monetaria, mercados monetarios y deuda pública

Las políticas monetarias del área del euro y de EEUU han mantenido orientaciones divergentes desde el anterior Informe de Estabilidad Financiera (IEF). El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios el tipo de la facilidad de depósito en el 2 %, tras el recorte de 25 pb aplicado en junio de 2025. La Reserva Federal recortó su tipo de referencia en tres ocasiones entre septiembre y diciembre de 2025 –75 pb en total–, situándolo en el rango del 3,50 %-3,75 %.

El inicio en febrero de la guerra en Oriente Medio produjo una revisión al alza de las expectativas de tipos de interés oficiales en ambas áreas, revertida solo muy parcialmente tras el anuncio de una tregua a principios de abril (véase gráfico 4.10.a). Hasta el inicio del conflicto, el mercado descontaba para el BCE una senda estable de en torno al 2 %, y dos descensos de 25 pb en 2026 para la Reserva Federal, hasta el entorno del 3,25 %. Con el inicio de la guerra, las expectativas de tipos de interés oficiales para finales de 2026 experimentaron un desplazamiento abrupto al alza, más pronunciado en el área del euro (máximo de 96 pb el 24 de marzo) que en EEUU (máximo de 76 pb el 26 de marzo). A cierre de este Informe, el mercado no descuenta cambios en el tipo oficial de la FED para este año y se esperan tres subidas de 25 pb del BCE.

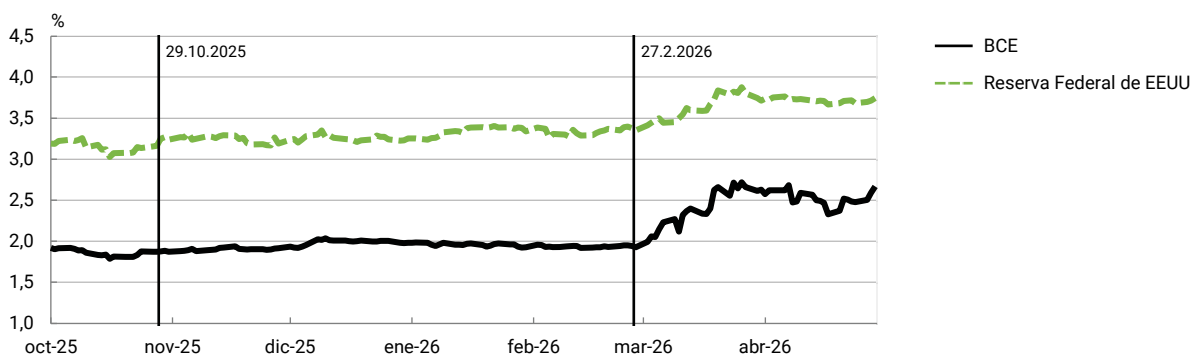
Las rentabilidades y primas de riesgo de la deuda soberana europea registraron movimientos de diferente signo en el período previo al conflicto. En Alemania, el tipo a dos años repuntó 9 pb mientras que el tipo a 30 años acumulaba un mayor aumento (+15 pb), reflejo de cierto incremento de las preocupaciones globales sobre la sostenibilidad fiscal. España e Italia mostraron descensos en los tipos de interés de la deuda a largo plazo, apoyados por una mejora en la percepción del mercado sobre los riesgos¹⁰. Todo ello contribuyó también a que

⁹ Un swap de tipos interés (*Interest Rate Swap* en inglés) es una operación financiera en la que dos partes acuerdan intercambiar pagos periódicos de intereses, uno basado en un interés fijo y otro basado en un tipo de interés variable a partir de un tipo de interés de referencia.

¹⁰ Esta es consistente con las sucesivas revisiones al alza de los ratings soberanos –S&P, Moody's y Fitch elevaron la calificación de España hasta el rango A en septiembre de 2025 y Moody's elevó la de Italia hasta BBB en noviembre.

A partir del inicio del conflicto bélico en Oriente Medio se han revisado al alza las expectativas sobre tipos de interés oficiales en el área del euro y EEUU

4.10.a Expectativas de los tipos de interés oficiales que se fijarán en la reunión de política monetaria de septiembre de 2026 para el área del euro y EEUU (a)



FUENTES: Banco de España y Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. El 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán. El tipo oficial de la FED es el límite superior del rango objetivo.

- a Los tipos de interés oficiales se calculan ajustando los datos que publica Bloomberg a partir de las tasas OIS (*Overnight Index Swap*) cotizadas a distintos plazos. La tasa OIS se considera como la de referencia para los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo. Es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día (UEM) o la tasa efectiva de los Fed Funds (EEUU) que estará vigente en el futuro. El ajuste añade el diferencial actual entre la facilidad de depósito y el €STR (UEM) o entre el límite superior del rango objetivo para los *Fed Funds* y el tipo efectivo (EEUU).

los diferenciales soberanos a diez años de España e Italia con respecto a la tasa OIS¹¹ se redujeron de forma sostenida entre octubre de 2025 y febrero de 2026. En Francia la prima de riesgo continuó en niveles más elevados que los observados en años anteriores, aunque se redujo desde que el presidente Lecornu superara las mociones de censura y aprobara presupuestos para 2026. Esta evolución de precios se ha producido en un contexto de cambio de la estructura de inversores de los principales mercados de deuda soberana en el área de euro en los últimos años, en el que no se han observado dificultades para absorber la nueva oferta de deuda (véase recuadro 4.2).

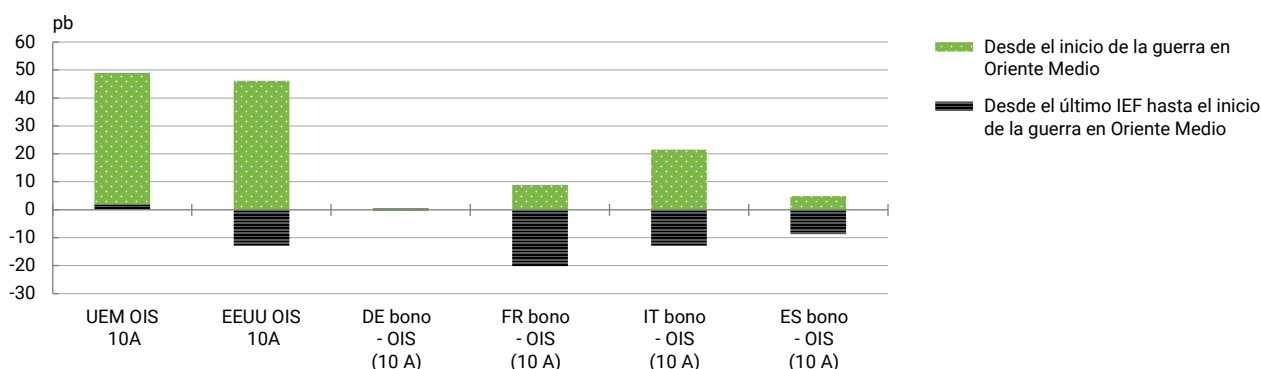
El inicio de la guerra en Oriente Medio en febrero condujo a repuntes generalizados e intensos de las rentabilidades soberanas, corregidos parcialmente tras el anuncio del alto el fuego en abril (véase gráfico 4.11.a). Los tipos de interés a diez años subieron, dentro de un grupo de economías avanzadas de referencia, entre 27,9 pb (EEUU) y 45,4 pb (Italia). El shock además aplanó las diferencias entre tipos de interés a corto y largo plazo en estos países, incorporando los primeros la expectativa de respuesta de los bancos centrales ante un repunte inflacionista, mientras los largos también subieron, pero con menor intensidad. Los diferenciales soberanos se ampliaron en Europa, aunque de forma moderada y sin mostrar señales de fragmentación financiera en esta área. A partir del alto el fuego de abril, se ha observado una reversión parcial

¹¹ La tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es considerada como la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en la UEM. Es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día.

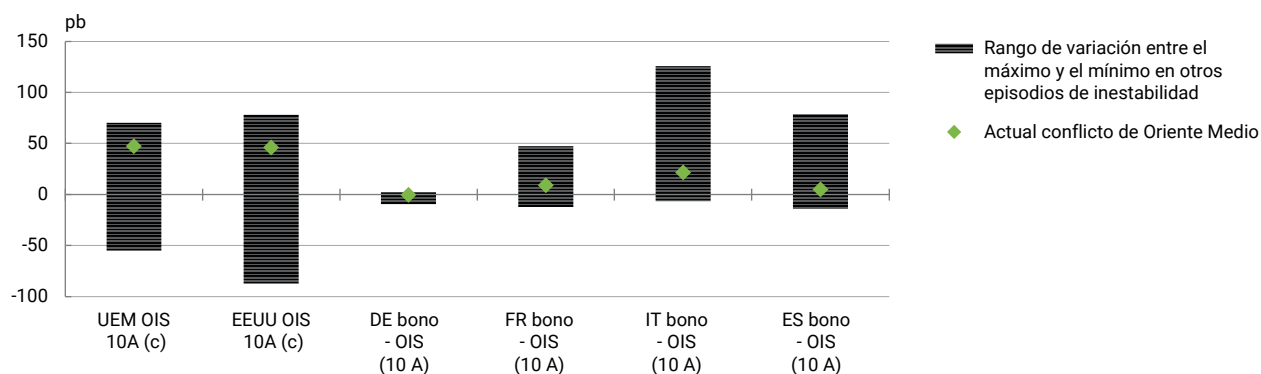
Gráfico 4.11

El inicio de la guerra de Irán ha cambiado las dinámicas de los mercados de deuda pública, generando repuntes moderados de rentabilidades a largo plazo y primas de riesgo

4.11.a Variación de los tipos libres de riesgo y de los diferenciales de la rentabilidad de la deuda pública con respecto al tipo libre de riesgo desde último IEF y desde el inicio de la guerra en Oriente Medio (a)



4.11.b Variación de los tipos libres de riesgo y de los diferenciales de la rentabilidad de la deuda pública con respecto al tipo libre de riesgo (a). Incluye la variación desde el inicio de la guerra en Oriente Medio y el rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad (b)



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. El 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán.

- a La tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es considerada como la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo. Es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día (UEM) o la tasa de los *Fed Funds* (EEUU) que estará vigente en el futuro (en este caso, dentro de diez años).
- b Rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad después de 43 días hábiles de su inicio: guerra del Golfo (2.8.90), ataques del 11-S (11.9.01), guerra de Afganistán (7.10.01), COVID-19 (21.2.20), invasión de Ucrania (24.2.22), guerra de los doce días con Irán (del 13.6.25 al 24.6.25).
- c En la guerra de Afganistán, los ataques del 11-S y la guerra del Golfo, bono soberano a diez años de EEUU y Alemania.

de los movimientos previos: los tipos a diez años retrocedieron, con el bono alemán cediendo 2 pb, el español 5 pb y el italiano 8 pb, mientras que el francés cayó 7 pb.

El análisis comparativo con episodios anteriores de inestabilidad geopolítica y shocks severos de oferta muestra una respuesta contenida de los mercados monetarios y de deuda pública al conflicto en Irán (véase gráfico 4.11.b). La evolución de la rentabilidad del tipo OIS a 10 años del área del euro y del diferencial entre la deuda soberana alemana a 10 años con respecto al OIS son los que han mostrado más variación, cercana a la máxima en episodios pasados de este tipo. En términos de aumentos de las primas de riesgo soberanas del área del euro, las reacciones han sido mucho menores que en anteriores episodios.

Renta variable

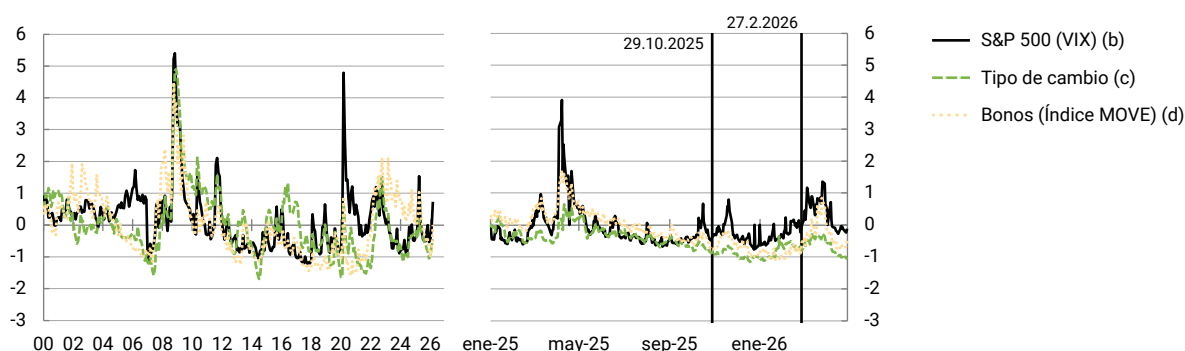
La volatilidad en los mercados de renta variable ha mostrado desde la publicación del último IEF repuntes transitorios notables vinculados a distintos factores de riesgo (véase gráfico 4.12.a). Estos incluyen, entre otros, la guerra en Oriente Medio, la incertidumbre en torno a las elevadas valoraciones de las empresas tecnológicas, el deterioro del riesgo en el sector de crédito privado, las tensiones territoriales sobre Groenlandia y las disputas arancelarias. Con todo, al cierre de este informe, los índices de volatilidad implícita se situaban en torno a las cifras observadas a la fecha de cierre del anterior IEF, un nivel moderado desde una perspectiva histórica.

Por su parte, las primas bursátiles de los índices europeos han aumentado ligeramente desde el otoño, mientras que las de los índices de EEUU han mostrado una mayor estabilidad (véase

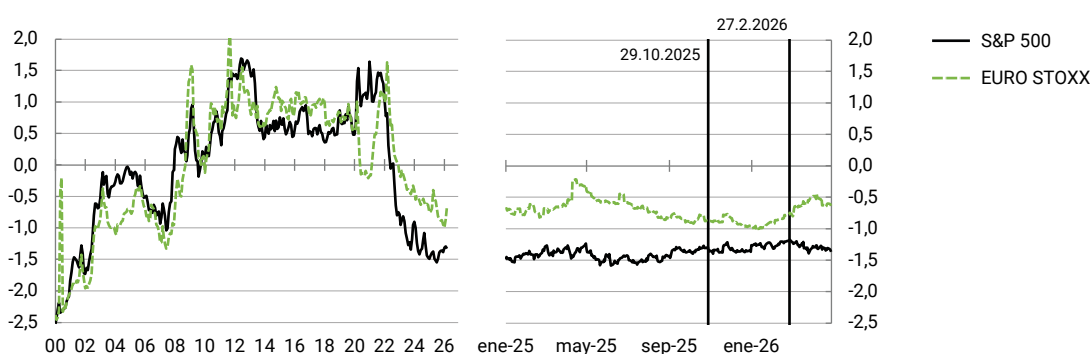
Gráfico 4.12

La volatilidad y las primas de riesgo en los mercados de renta variable se mantienen contenidas

4.12.a Volatilidades implícitas (a)



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



FUENTES: Bloomberg Data License, LSEG Datastream y Banco de España. Última observación: 29 de abril de 2026. El 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán.

a Datos estandarizados con la media y desviación estándar del periodo 2000-2026.

b El VIX mide la expectativa de volatilidad del mercado de acciones de EEUU a 30 días. Un valor elevado apunta a una mayor incertidumbre en el mercado.

c Promedio de la volatilidad a tres meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.

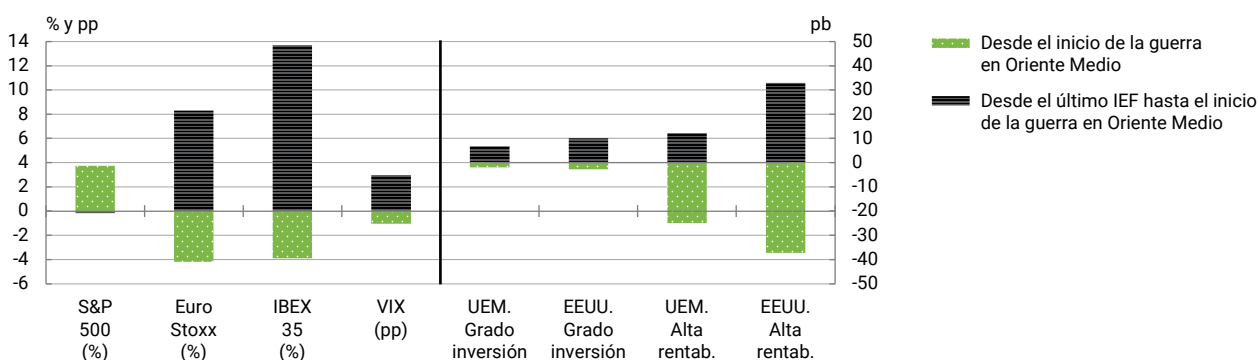
d El MOVE mide la volatilidad implícita en el mercado de bonos del Tesoro de EEUU.

e La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas (véase Russell J. Fuller y Chi-Cheng Hsia (1984), "A Simplified Common Stock Valuation Model". Financial Analysts Journal, 40(5), pp.49-56).

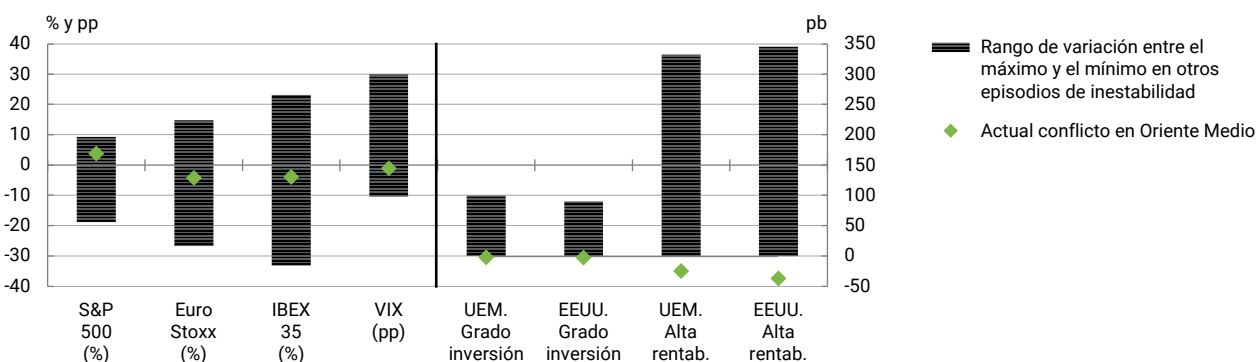
Gráfico 4.13

La reacción de los mercados de renta variable y de renta fija al inicio de la guerra de Irán ha sido muy limitada, tanto en términos absolutos como en relación con episodios pasados comparables

4.13.a Variación en mercados de renta variable (izquierda) y renta fija corporativa (derecha) desde el último IEF, antes y después del inicio de la guerra en Oriente Medio (a)



4.13.b Variación en mercados de renta variable (izquierda) y renta fija corporativa (derecha) (a). Incluye la variación desde el inicio de la guerra en Oriente Medio y el rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad (b)



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. El 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán.

- a Diferenciales corporativos respecto a la curva swap de los índices de los índices de grado de inversión y de alta rentabilidad de Bloomberg, en puntos básicos. 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.
- b Rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad después de 43 días hábiles de su inicio: guerra del Golfo (2.8.90), ataques del 11-S (11.9.01), guerra de Afganistán (7.10.01), COVID-19 (21.2.20), Invasión de Ucrania (24.2.22), guerra de los doce días con Irán (del 13.6.25 al 24.6.25).

gráfico 4.12.b). En ambos casos, estas primas se siguen situando por debajo de su media histórica, y de forma más clara en el caso estadounidense.

Los índices bursátiles europeos han reaccionado de forma algo más negativa tras el comienzo de la guerra en Irán (véase gráfico 4.13.a). Desde el cierre del último IEF hasta el 27 de febrero de 2026, el Euro Stoxx avanzó un 8,3 % y el Ibex un 13,7 % mientras que el S&P 500 permaneció prácticamente estable (-0,2 %). Tras el inicio de la guerra, se ha producido un visible cambio en las dinámicas, con subidas del 3,8 % en el S&P 500, y caídas del 2,75% en el Euro Stoxx y del 1,9 % en el IBEX 35. Estas diferencias son consistentes con el mayor impacto que el conflicto en Oriente Medio puede tener sobre la economía europea en comparación con la de EEUU.

Los efectos del conflicto de Oriente Medio sobre el mercado de renta fija corporativa han sido muy moderados. Desde la fecha del anterior IEF hasta finales de febrero se había observado cierto repunte de los diferenciales corporativos¹² (véase gráfico 4.13.a). Este había sido más marcado en el segmento corporativo de alto rendimiento en EEUU (33 pb). Desde entonces estos diferenciales han descendido a pesar del aumento de la incertidumbre por el agravamiento de las tensiones geopolíticas. Esta caída ha sido de mayor intensidad en el segmento de alto rendimiento, tanto en EEUU (-37 pb) como en Europa (-25 pb).

En conjunto, la reacción de los mercados de renta variable y renta fija corporativa a la guerra de Irán ha sido muy limitada en comparación con episodios pasados de inestabilidad geopolítica y crisis de oferta (véase gráfico 4.13.b). Esto se observa tanto en EEUU como en Europa, y es especialmente marcado en el caso de la renta fija corporativa y las bolsas de EEUU. El aumento del índice de volatilidad implícita VIX aparece igualmente como limitado en este ejercicio comparativo.

Mercados cambiarios y oro

El dólar estadounidense venía experimentando cierta debilidad desde otoño, y ha presentado una recuperación parcial, desde el inicio de la guerra en Oriente Medio (véase gráfico 4.14.a). Durante los meses previos al conflicto, el dólar continuó depreciándose —llegando a superar los 1,2 dólares por euro—, una tendencia en la que influyeron, al menos en parte, factores como la búsqueda de diversificación de los inversores internacionales fuera de activos denominados en dólares o la incertidumbre sobre la política económica de EEUU. Sin embargo, a diferencia de lo observado durante la crisis arancelaria de abril de 2025 —en la que el dólar no actuó como refugio en un comportamiento históricamente inusual—, el inicio del conflicto bélico devolvió al dólar su papel tradicional, con una apreciación del 1,4 % en términos de tipo de cambio efectivo nominal durante la primera semana. El euro fue una de las divisas avanzadas con peor comportamiento relativo, coherente con la mayor exposición europea al *shock* energético asociado a la guerra. El yen y el franco suizo también se apreciaron, reproduciendo el patrón observado en episodios de turbulencia anteriores. Tras el alto el fuego a principios de abril, el dólar ha cedido parte de su apreciación y el euro recuperado posiciones, si bien el tipo de cambio del euro frente al dólar no ha retornado plenamente a los niveles previos al conflicto.

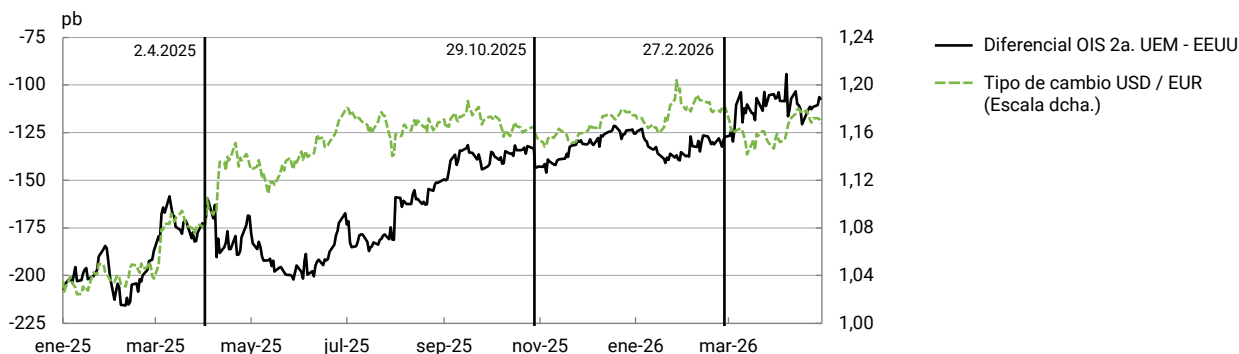
Por su parte, el precio del oro continuó aumentando durante la mayor parte del período considerado desde la publicación del anterior IEF, si bien la guerra en Irán ha cuestionado su papel de activo refugio. Los crecientes temores a que el conflicto bélico con Irán se prolongue están presionando a la baja el precio del oro ante el aumento de rentabilidad de la renta fija, la apreciación del dólar y las necesidades de liquidez de los inversores. El metal precioso había superado los 5.200 dólares por onza en el período inmediatamente anterior al conflicto —con

¹² El diferencial de la renta fija corporativa se mide habitualmente respecto de un activo libre de riesgo comparable en divisa y plazo de vencimiento, generalmente la deuda soberana de máxima calidad crediticia o, en determinados contextos de mercado, la curva swap.

Gráfico 4.14

El dólar se apreció desde el inicio de la guerra en Irán, en contraste con la tendencia de depreciación previa, aunque este movimiento revirtió en gran medida tras el inicio de una tregua en abril

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



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. El 2 de abril de 2025 es la fecha del anuncio de los aranceles de EEUU; el 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán.

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

una revalorización acumulada desde la fecha de cierre del anterior IEF del 8 %. Con el inicio de las hostilidades, ha encadenado una caída acumulada del 12 %, hasta los 4.500 dólares por onza. El anuncio del alto el fuego a principios de abril propició una estabilización del precio, aunque sin recuperar los máximos previos al conflicto.

Mercados financieros de países emergentes

Los mercados financieros de las economías emergentes venían mostrando un elevado grado de resiliencia frente a las tensiones geopolíticas y la incertidumbre comercial. En general, entre octubre de 2025 y febrero de 2026 los tipos de cambio frente al dólar se apreciaron, y las bolsas tuvieron un comportamiento positivo, influidos por una configuración de riesgo global favorable a estas economías, y apoyados en algún caso por la subida de los precios de las materias primas que exportan, básicamente metales y alimentos, y los desarrollos tecnológicos, en el caso de Asia. Además, el coste de financiación de la deuda, tanto interna como externa, disminuyó y se registraron entradas de capitales a corto plazo, y un nuevo repunte de las emisiones de renta fija.

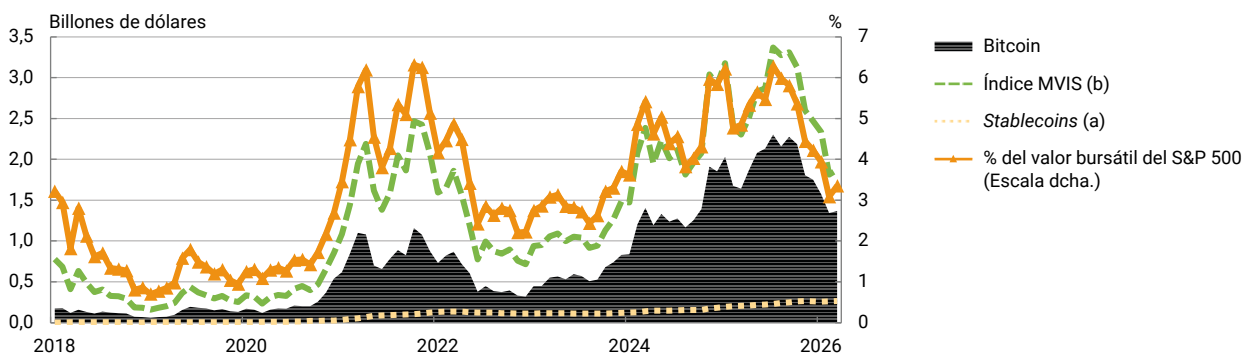
Sin embargo, tras el estallido del conflicto bélico en Irán, se ha observado un cierto deterioro de las condiciones en estos mercados. Las bolsas cayeron y los tipos de cambio se depreciaron, salvo en aquellas economías exportadoras de petróleo, por el cambio de sentimiento de los mercados globales (huida a la calidad). La tregua decretada el 7 de abril provocó un nuevo cambio en estos mercados, que recuperaron la tendencia alcista previa, con cierto grado de discriminación por regiones, de modo que las variables de Asia mostraron una evolución menos favorable al ser los países con una mayor dependencia del petróleo que se transporta por la región en conflicto (véase gráfico A2.4.2.1 del anejo 2).

Desde el último IEF, la capitalización de los criptoactivos ha experimentado una corrección apreciable (véase gráfico 4.15.a). Esta habría estado condicionada por un deterioro del apetito por el riesgo de los inversores, en un contexto de menor liquidez y una mayor incertidumbre geopolítica, lo que habría penalizado con mayor intensidad a aquellos criptoactivos sin respaldo. En particular, entre octubre y marzo, la capitalización de bitcoin descendió de 2,18 a 1,37 billones de dólares, mientras que el índice MVIS, que agrupa los principales criptoactivos sin respaldo, se redujo de 3,13 a 1,87 billones de dólares. Por el contrario, la capitalización de las stablecoins, liderada por Tether y USD Coin, se mantuvo prácticamente estable en 0,26 billones de dólares durante todo el período. El peso relativo del mercado de criptoactivos sobre la capitalización bursátil del S&P500 cayó en este período del 5,36 % a 3,35 %.

Gráfico 4.15

El valor de los criptoactivos ha sufrido una fuerte corrección desde otoño, completamente concentrada en los instrumentos sin respaldo

4.15.a Valor de mercado de los criptoactivos



FUENTES: LSEG Datastream, MVIS, Coinmarketcap y Banco de España. Última observación: marzo de 2026.

a Valor de mercado agregado de Tether y USDC.

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