

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera

2026

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2026

1

RESUMEN EJECUTIVO

Resumen ejecutivo 13

2

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

2.1 Los hogares 29

2.2 Las empresas no financieras 34

2.3 Las Administraciones Públicas 38

3

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

- 3.1 Sector bancario** 51
 - 3.1.1 Rentabilidad 51
 - 3.1.2 Solvencia 56
 - 3.1.3 Balance consolidado 58
 - 3.1.4 Actividad de préstamo 59
 - 3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez 67
- 3.2 Sector financiero no bancario** 71
- 3.3 Interconexiones sistémicas** 76

4

MERCADOS Y PRECIOS DE LOS ACTIVOS

- 4.1 El mercado inmobiliario** 97
 - 4.1.1 Precios y actividad 97
 - 4.1.2 Financiación 101
- 4.2 Mercados financieros** 108

5

ANÁLISIS DE RIESGOS

- 5.1 Riesgos geopolíticos 131
- 5.2 Riesgos en los mercados financieros 138
- 5.3 Otros riesgos macroeconómicos 143
- 5.4 Riesgos emergentes 145

6

POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

- 6.1 Colchón de capital anticíclico 167
- 6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas 170
- 6.3 Otras herramientas macroprudenciales 170

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Anejos

1 Balance y cuenta de resultados consolidados 175

2 Información técnica adicional 177

- 2.1 El crecimiento de la renta de los hogares se moderó en 2025 30
- 2.2 El descenso en la ratio de endeudamiento de los hogares españoles se estabilizaría en los próximos años en niveles moderados mientras que la carga por intereses podría sufrir un ligero repunte 31
- 2.3 La vulnerabilidad financiera agregada de los hogares se sitúa en un nivel históricamente reducido 33
- 2.4 Se espera que la ratio de endeudamiento de las empresas se mantenga estable en los próximos años, mientras que la de carga por intereses experimentaría un cierto repunte 35
- 2.5 Desde la crisis financiera global, el desapalancamiento ha sido más intenso en aquellas categorías de empresas con rentabilidad intermedia o baja 36
- 2.6 La vulnerabilidad financiera de las empresas se ha mantenido, en términos agregados, estable y reducida en el período reciente 37
- 2.7 Las cuentas públicas de España han mejorado en el período reciente por el entorno cíclico favorable, pero el elevado nivel de deuda pública continúa representando una vulnerabilidad relevante 39

- 3.1 La rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español mejoró de forma moderada en 2025, observándose un descenso del margen de intereses 52
- 3.2 La variación del margen de intereses en 2025 fue heterogénea por carteras, observándose en particular descensos en el crédito a empresas y al sector financiero, y aumentos en el crédito al consumo y en renta fija 53
- 3.3 La rentabilidad de los bancos españoles es superior a la media europea, a lo que contribuye un mayor margen de intereses y una mejor eficiencia operativa 55
- 3.4 La mejora de la rentabilidad en los últimos años ha ido acompañada por un aumento de la distribución de beneficios desde el año 2022 55
- 3.5 La ratio de CET1 creció en 2025, impulsada por el aumento del capital, y los niveles de solvencia acumulan una mejora muy notable desde 2007 57
- 3.6 La exposición directa a Oriente Medio de los principales sistemas bancarios europeos y de otras economías avanzadas es reducida, pero los canales indirectos de efectos de la crisis en esta región posiblemente serán más relevantes 59

Publicaciones del Banco de España 200

Símbolos y abreviaturas 201

Códigos ISO de países 201

- 3.7 En España, el crédito ha continuado expandiéndose durante 2025, tanto en términos nominales como reales 60
- 3.8 El crédito a empresas y autónomos creció de forma generalizada, incluyendo una contribución positiva moderada de las actividades de construcción e inmobiliarias 62
- 3.9 El indicador de *momentum* del crecimiento del crédito en España aumentó en los últimos meses, superando al del área del euro en el caso de los hogares y autónomos 63
- 3.10 Las ratios de préstamos dudosos y en vigilancia especial siguieron descendiendo de forma generalizada 64
- 3.11 Se mantiene estable la actividad de titulización en relación con el balance consolidado, aunque el peso relativo de las titulaciones sintéticas crece 66
- 3.12 La caída en el coste medio del pasivo financiero tendió a estabilizarse en la segunda mitad de 2025 68
- 3.13 La traslación de la caída en los tipos de interés de referencia al coste medio de los depósitos en España se habría prácticamente completado a cierre del año pasado 68
- 3.14 La prima de riesgo de la deuda bancaria europea en el mercado secundario se mantiene contenida, con un repunte limitado y solo transitorio por el inicio de la guerra en Irán 70
- 3.15 En el período reciente, la rentabilidad de los bancos españoles excede holgadamente su coste de capital estimado, situándose este en un nivel similar al de sus pares europeos 70
- 3.16 El SFNB ha contribuido en 2025 menos que el sector bancario al crecimiento del activo financiero en España, del que representa un porcentaje significativamente inferior que el observado en el área del euro 72
- 3.17 El porcentaje de activos de fondos de inversión potencialmente afectados por reembolsos elevados es contenido con respecto a los niveles observados desde 2013 73
- 3.18 La exposición directa de los bancos españoles tanto a otras entidades de crédito como al SFNB se mantiene de forma general por debajo del 10 %, con mayor heterogeneidad en el caso de exposiciones al SFNB 77
- 3.19 Las exposiciones indirectas de los bancos españoles al SFNB del área del euro han aumentado, impulsadas por la deuda soberana; para el conjunto de bancos del área euro se observa una dinámica similar, pero el peso relativo de la deuda soberana es menor 78
- 3.20 La deuda soberana europea tiene un menor peso en las tenencias de instrumentos financieros del SFNB que en 2019 mientras que en las carteras del sector bancario se observa mayor estabilidad, con aumento en el caso de España 79
- 4.1 Las compraventas en el mercado de la vivienda se estabilizaron en 2025 en niveles elevados mientras los precios reales de compra continuaron creciendo con fuerza, presionados por una demanda fuerte y una oferta relativamente rígida 98
- 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 100
- 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 101
- 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 102
- 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 103
- 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 104
- 4.7 El endeudamiento y carga financiera total que asumen en 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 105
- 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 106

- 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 107
- 4.10 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 en EEUU 109
- 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 110
- 4.12 La volatilidad y las primas de riesgo en los mercados de renta variable se mantienen contenidas 111
- 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 112
- 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 114
- 4.15 El valor de los criptoactivos ha sufrido una fuerte corrección desde otoño, completamente concentrada en los instrumentos sin respaldo 115
- 5.1 La guerra en Oriente Medio ha elevado de manera notable la incertidumbre geopolítica y económica, en un entorno ya previamente tensionado por la falta de certeza sobre las políticas económicas en EEUU y a nivel global 132
- 5.2 El conflicto en Oriente Medio impulsa los niveles y la volatilidad de los precios de las materias primas energéticas 134
- 5.3 Tras el fallo del Tribunal Supremo que invalidaba parte de la política comercial desplegada en EEUU desde 2025, el arancel efectivo sobre las importaciones del área del euro no ha variado materialmente 136
- 5.4 Los mercados financieros no muestran por ahora signos elevados de estrés, pero podrían cambiar con rapidez en función de eventos geopolíticos 139
- 5.5 El valor de los activos bursátiles en relación con los beneficios empresariales continúa siendo elevado desde una perspectiva histórica 140
- 5.6 El crédito privado se ha visto penalizado por la materialización de una serie de eventos negativos de riesgo de crédito y liquidez, lo que ha afectado a las valoraciones de las empresas que gestionan los fondos que invierten en esta forma de crédito 141
- 5.7 Los efectos disruptivos de la IA se trasladan en caídas de las cotizaciones bursátiles de los sectores que pueden verse afectados negativamente por ellos 142
- 6.1 Los indicadores de riesgos sistémicos cíclicos en España se moderaron ligeramente en el segundo semestre de 2025. La brecha de producción se mantuvo estable en un nivel positivo y la brecha de crédito-PIB continuó su ascenso 168
- 6.2 Los colchones de capital voluntarios se situaban al cierre de 2025 en niveles similares a los vigentes antes de la fijación del colchón de capital anticíclico en el 0,5 % en octubre de 2024 169
- A2.2.1.1 Riqueza real bruta de los hogares en España 177
- A2.2.1.2 Tasa de ahorro de los hogares en España 177
- A2.2.1.3 Peso de los depósitos y de los activos inmobiliarios residenciales en la riqueza de los hogares. España y área del euro 178
- A2.2.1.4 Hogares por rango de la ratio de gasto esencial sobre renta bruta. Desglose por condición de endeudamiento y quintil de renta. Promedio 2014-2024 178
- A2.2.1.5 Indicador compuesto de vulnerabilidad financiera agregada de los hogares 179
- A2.2.2.1 Indicador compuesto de vulnerabilidad de las empresas 180
- A2.3.1.1.2 Descomposición de la variación de la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE). Datos consolidados 181
- A2.3.1.1.3 Distribución por entidades de la rentabilidad sobre activo. Datos consolidados 181
- A2.3.1.1.4 Tipos medios de los activos y pasivos financieros 182

A2.3.1.1.5	Traslación acumulada del euríbor a los tipos de interés de préstamo y peso de los préstamos de corto plazo y de tipo variable 183	A2.3.1.5.1	Evolución de los tipos medios de los depósitos de hogares y empresas no financieras. Datos individuales de los negocios en España 191
A2.3.1.1.7	Peso por país del resultado ordinario atribuido a la entidad dominante de los tres bancos con actividad internacional más significativa. Datos consolidados 184	A2.3.1.5.2	Emisiones de deuda en el mercado primario. Entidades significativas 191
A2.3.1.1.8	Comparativa europea de la rentabilidad sobre activo y de la ratio de eficiencia. Datos consolidados 184	A2.3.2.1	Contribución de cada sector al crecimiento del activo financiero en el área del euro 192
A2.3.1.2.2	Distribución por entidades de la ratio de CET1. Datos consolidados 185	A2.3.2.2	Composición del activo por sector institucional. España 192
A2.3.1.2.3	Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados 185	A2.3.2.3	Ratio de liquidez por perfil de inversión entre I TR 2018 y IV TR 2025 193
A2.3.1.2.4	Descomposición de la variación de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados 186	A2.3.3.1	Composición de tenencias de deuda soberana por sector tenedor 194
A2.3.1.2.5	Distribución por entidades de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados 186	A2.4.1.1	Indicador de aceleración del precio de la vivienda 194
A2.3.1.3.1	Ratio de tenencias bancarias de valores de deuda soberana doméstica y extranjera sobre total activo. Datos consolidados 187	A2.4.1.2	Índices de precios reales del sector inmobiliario comercial 195
A2.3.1.4.1	Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a hogares. Datos individuales de los negocios en España 187	A2.4.1.4	Número e importe medio de los nuevos préstamos hipotecarios, frecuencia trimestral 196
A2.3.1.4.2	Distribución por entidades del índice Herfindahl-Hirschman de concentración sectorial dentro de la cartera de préstamos a empresas y autónomos 188	A2.4.1.5	Crédito bancario al sector inmobiliario. Índice 196
A2.3.1.4.3	Distribución por entidades del peso del crédito a empresas grandes sobre el total de crédito a empresas y autónomos 188	A2.4.1.6	Crédito bancario al sector inmobiliario en términos reales. Índice 197
A2.3.1.4.4	Tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos en el extranjero. Diciembre de 2025 189	A2.4.2.1	Evolución de los mercados emergentes 198
A2.3.1.4.5	Flujos acumulados a 12 meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones 189		
A2.3.1.4.6	Ratio de dudosos del crédito a hogares, empresas y autónomos en el extranjero 190		
A2.3.1.4.7	Ratio de nuevas titulaciones respaldadas por préstamos originados en España sobre el crédito nuevo en España 190		

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- 1.1 Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera 15
- 2.1 Situación financiera de los hogares, las empresas y las Administraciones Públicas 29
- 3.1 Situación financiera de los bancos españoles y del sector financiero no bancario 51
- 4.1 Mercados y precios de los activos 97
- 5.1 Análisis de riesgos 131
- 6.1 Política macroprudencial 167
- 6.2 Los límites a los criterios de concesión reducirían la tasa de propiedad de vivienda y relajarían precios de compra, pero presionarían los de alquiler 172
- 6.3 Los límites a la capacidad de endeudamiento hipotecario tienen efectos opuestos a lo largo del ciclo vital de los hogares, concentrándose los beneficios en edades medianas y avanzadas 173

ÍNDICE DE CUADROS

- 2.1 El proceso de desapalancamiento iniciado tras la crisis financiera global ha sido más intenso en los hogares de menor riqueza neta 32
- 2.2 El porcentaje de hogares con cargas elevadas sobre su renta es mayor entre los endeudados. Distribución por quintiles de renta 33
- A1.1 Balance consolidado. Entidades de depósito 175
- A1.2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito 176

ÍNDICE DE RECUADROS

- 2.1 Análisis de la sensibilidad de la presión financiera sobre las empresas ante cambios adversos en su rentabilidad y coste de financiación 42

- 3.1 Crédito bancario y otra financiación a los sectores de la economía española más intensivos en energía 81
- 3.2 Análisis del mercado de crédito privado en España 88

- 4.1 Capacidad financiera y acceso a la vivienda en propiedad mediante hipoteca 116
- 4.2 Cambios recientes en las tenencias de deuda soberana de la UEM 123

- 5.1 Información externa sobre riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera 149
- 5.2 Análisis de impacto sobre el sector bancario de escenarios hipotéticos adversos de evolución del precio del petróleo 151
- 5.3 Implicaciones para la estabilidad financiera de la disrupción tecnológica en el ámbito de la ciberseguridad 157































1

RESUMEN EJECUTIVO

1 RESUMEN EJECUTIVO

Esquema 1.1

Agentes y mercados relevantes para la estabilidad financiera (a)

 <p>HOGARES</p>	<ul style="list-style-type: none">  Evolución favorable de renta, empleo y riqueza.  Niveles de endeudamiento y carga financiera históricamente bajos.
 <p>EMPRESAS</p>	<ul style="list-style-type: none">  Evolución favorable de los beneficios, aunque desigual por sectores.  Niveles de endeudamiento y carga financiera históricamente bajos.
 <p>SECTOR PÚBLICO</p>	<ul style="list-style-type: none">  Nivel de endeudamiento alto, aunque con un déficit decreciente.  Riesgos al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.).  Indefinición de los planes de consolidación fiscal.  Vulnerabilidades fiscales en economías de importancia sistémica global.
<p>SECTOR BANCARIO</p>  <p>SECTOR FINANCIERO NO BANCARIO</p>	<ul style="list-style-type: none">  La rentabilidad bancaria continúa en niveles favorables.  La compresión del margen entre los tipos de interés de activo y pasivo ha reducido de forma notable el margen de intereses, pero esta ha tendido a estabilizarse.  Posiciones de solvencia y liquidez notablemente por encima de los requerimientos.  Exposiciones directas contenidas a Oriente Medio y a Asia.  El crédito a hogares y empresas en España sigue creciendo y mejora de su calidad. <ul style="list-style-type: none">  El sector financiero no bancario (SFNB) es vulnerable a nivel global a correcciones en las condiciones en los mercados financieros.  Los fondos de inversión domiciliados en España presentan un perfil de riesgo contenido, en comparativa temporal y europea.  El crédito privado a empresas en España y la UEM crece, pero representa un peso reducido de su financiación, y no muestra las señales de fragilidad observadas en este segmento en EEUU.  Los impactos sobre el SFNB de correcciones abruptas en los mercados financieros pueden afectar a los bancos europeos a través de interconexiones.
 <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

En el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) del pasado otoño se destacaron las tensiones geopolíticas y las posibles correcciones abruptas de las valoraciones en los mercados financieros como los principales riesgos para la estabilidad financiera. Este diagnóstico se ha visto reforzado desde el inicio de la guerra de Israel y EEUU contra Irán en Oriente Medio en febrero. Este conflicto ha ocasionado efectos negativos sobre los mercados energéticos y las condiciones globales de oferta, que son de un alcance incierto. Para afrontar este contexto, los hogares, empresas y bancos españoles parten de una situación financiera relativamente favorable, mientras que el elevado endeudamiento público representa un factor de cierta vulnerabilidad¹.

Hogares y empresas

La evolución de las rentas de los hogares y de los beneficios empresariales fue positiva en la segunda mitad de 2025, aunque con una moderación de su ritmo de crecimiento. Tanto en los hogares como en las empresas, las ratios de endeudamiento y de carga financiera variaron de forma moderada y se mantuvieron en torno a niveles históricamente reducidos. No obstante, hay algunos focos de mayor fragilidad en los hogares de menor renta que necesitan dedicar un porcentaje elevado de esta a cubrir gastos esenciales. En distintos sectores empresariales la cobertura de los gastos financieros sería sensible al deterioro de las condiciones de rentabilidad y coste de financiación. En todo caso, en conjunto, la vulnerabilidad financiera de hogares y empresas se mantiene baja desde una perspectiva histórica.

Sector público

En 2025, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se redujo 0,8 puntos porcentuales hasta el 2,4 % del producto interior bruto (PIB), frente a una disminución mucho menor en el área del euro. La situación cíclica favorable de la economía española, que creció un 2,8 %, el doble que en el área del euro, contribuyó de forma decisiva a esta mejora. No obstante, el gasto neto creció por encima de lo previsto y superó tanto las estimaciones iniciales del Gobierno, como el límite fijado en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PEMP)².

Tras las mejoras de los últimos años, la posición fiscal de España se ha aproximado a la existente antes de la pandemia. Pese a esta evolución positiva, el elevado nivel de deuda pública —en torno al 100 % del PIB— continúa siendo una fuente de vulnerabilidad para la economía española. Esta situación se ve agravada por la persistencia de déficits públicos relativamente elevados dada la situación cíclica de la economía, las necesidades crecientes de gasto asociadas al envejecimiento

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

2 El PEMP es el principal instrumento de planificación fiscal a medio plazo en el nuevo marco de gobernanza económica aprobado por la UE en 2024. Cada Estado miembro ha de elaborar un plan a medio plazo cada cuatro años como mínimo y un informe de seguimiento anual de los compromisos fiscales y los adquiridos en materia de política económica.

de la población, la defensa y las transiciones ecológica y digital, así como la falta de concreción de las medidas para cumplir los compromisos fiscales europeos.

Aunque el coste de la deuda pública española se mantiene contenido, en parte gracias a unas condiciones favorables en los mercados financieros, esta situación podría revertirse. Por una parte, una posición fiscal vulnerable puede aumentar la sensibilidad del coste de la deuda de las AAPP españolas a un potencial deterioro en las condiciones globales para la financiación pública. La posición fiscal desfavorable de economías sistémicas como EEUU y Francia y el aumento de los riesgos geopolíticos hacen más relevante este tipo de escenarios. Por otra parte, si las presiones de gasto a medio y largo plazo no son equilibradas mediante medidas compensatorias, el consiguiente empeoramiento del déficit y el endeudamiento público españoles también podrían elevar los rendimientos requeridos por los inversores.

Sector bancario

En 2025, la situación financiera del sector bancario español continuó siendo favorable. El resultado consolidado del sector aumentó un 6 %, lo que se tradujo en una rentabilidad sobre el activo (ROA, por sus siglas en inglés) del 0,95 % y de la rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) del 14,3 %. Ambas métricas de rentabilidad aumentaron respecto al ejercicio anterior, pero de forma más moderada que en años precedentes.

El margen de intereses se redujo en términos interanuales, aunque el ritmo de descenso fue moderándose a lo largo del año. Conforme se ha ido completando la traslación de la bajada de los tipos de interés de política monetaria de 2024-2025, el impacto negativo de esta sobre el margen de intereses se ha atenuado. La evolución de esta partida en los próximos trimestres estaría más condicionada por la respuesta de política monetaria a las consecuencias del entorno geopolítico sobre la inflación.

El comportamiento de otras partidas de la cuenta de resultados compensó el descenso del margen de intereses. Destacaron el aumento de las comisiones netas, así como el incremento de otros resultados de explotación. En este último caso, tuvo un papel relevante la reducción de los ajustes por hiperinflación en algunos negocios internacionales (Argentina y Turquía), una contribución que no se puede esperar que sea recurrente. En el primer trimestre de 2026, la rentabilidad de los principales bancos cotizados ha continuado creciendo.

En línea con la mejora de la rentabilidad, la solvencia del sector bancario español se fortaleció en 2025. La ratio de capital ordinario de nivel 1 (*common equity Tier 1* o CET1) aumentó 0,5 pp, hasta situarse en el 13,9 %³. Pese a esta mejora, las ratios de capital de los bancos españoles

3 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.

se mantuvieron por debajo de la media europea, si bien la distancia se redujo moderadamente en el último año. Además, la diferencia respecto a la media europea es menor en términos de capital voluntario, es decir, el que mantienen las entidades por encima de las exigencias prudenciales de capital. Por su parte, la ratio de apalancamiento se mantuvo estable en el 5,7 % y sigue en niveles comparables a los de los principales sistemas bancarios europeos⁴.

El balance consolidado continuó creciendo en 2025, con un aumento del activo del 4,7 %, en línea con el año previo. Las exposiciones directas de los bancos españoles a Oriente Medio y a Asia (región que podría verse particularmente afectada por la subida del precio de la energía y su menor abastecimiento) son reducidas.

La actividad crediticia en España mostró una aceleración en 2025. El crédito a hogares, empresas y autónomos creció un 3,6 % interanual (frente al 0,8 % en 2024), con mayor intensidad en el segmento de hogares, gracias a la fortaleza del mercado laboral y a la estabilización de los tipos de interés. La calidad del crédito continuó mejorando. Los saldos de préstamos dudosos⁵ y en vigilancia especial⁶ descendieron de forma significativa en 2025, y las ratios asociadas se redujeron hasta el 2,8 % y el 5,8 %, respectivamente.

En cuanto a las condiciones de financiación, el coste medio del pasivo bancario siguió disminuyendo en la segunda mitad de 2025, hasta situarse en torno al 2,6 % a nivel consolidado. Por su parte, las ratios de cobertura de liquidez (LCR) y de financiación estable neta (NSFR) se mantuvieron en niveles holgados, 170,4 % y 134,7 %, respectivamente, ampliamente por encima de los mínimos regulatorios y en línea o por encima de los promedios europeos.

Sector financiero no bancario

El sector financiero no bancario⁷ (SFNB) representaba en torno a un tercio del activo financiero total en España al final del tercer trimestre de 2025, frente al 60 % en el área del euro. A lo largo del último año, el SFNB continuó contribuyendo al crecimiento del activo del sistema financiero de nuestro país, aunque en menor medida que el sector bancario.

Dentro del SFNB español, los fondos de inversión continuaron siendo el principal motor de crecimiento en 2025, si bien su contribución se moderó respecto a años previos. Los fondos españoles mantuvieron un perfil de riesgo contenido, en comparativa temporal y con respecto

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 la suma de activos dentro de balance y exposiciones fuera de este, sin ponderar por riesgo. Véase nota al pie 3.

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

6 Se clasifican en vigilancia especial aquellos préstamos que, sin haber alcanzado el deterioro correspondiente a «dudoso», muestran indicios de deterioro en la situación financiera del deudor o en la calidad del crédito.

7 El SFNB incluye los fondos del mercado monetario, los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios.

al conjunto del área del euro, con niveles bajos de apalancamiento, ratios de liquidez estables, sin uso significativo de derivados y con un riesgo de liquidación reducido.

En el contexto internacional, han destacado en el período reciente las tensiones en el sector del crédito privado a empresas en EEUU⁸. Distintos episodios de insolvencias, fraude y limitaciones de liquidez han reducido la confianza de los inversores en este tipo de operaciones. En España y en el conjunto del área del euro, el crédito privado representa un peso limitado pero creciente de la financiación a empresas, sin que se detecte un perfil de riesgo significativamente más elevado de aquellas que recurren a él. Este crecimiento está impulsado en buena medida por la disposición a prestar fondos por parte de entidades de EEUU y de otras geografías de fuera del área del euro.

Más allá del crédito privado, a nivel global persisten las preocupaciones acerca de los fondos de inversión abiertos, los fondos de cobertura (*hedge funds*) y otras entidades del SFNB, que toman más riesgo en relación con su apalancamiento y liquidez, y que pueden amplificar correcciones en los mercados financieros. En particular, estas entidades pueden afrontar la necesidad de ventas forzadas para cubrir los incrementos de necesidades de liquidez en escenarios de mercado adversos, presionando a la baja las valoraciones de mercado.

Desde una perspectiva sistémica, las interconexiones directas de bancos españoles con el SFNB se mantuvieron, en general, por debajo del 10 % del balance, con mayor exposición en las entidades de mayor tamaño. Las interconexiones indirectas a través de tenencias comunes de valores muestran una tendencia creciente desde 2019. En España, estas tenencias comunes están más concentradas en deuda soberana nacional, mientras que en el área del euro presentan una composición más diversificada, con mayor peso de la deuda corporativa. En conjunto, aunque las interconexiones han aumentado, los niveles de exposición del sector bancario español al SFNB siguen siendo contenidos.

Mercado inmobiliario

El número de compraventas de vivienda se mantuvo elevado en 2025, alcanzando cerca de las 750 mil unidades, si bien la evolución reciente apunta a una cierta estabilización. Por su parte, los precios de compraventa de vivienda aceleraron su ritmo de avance, hasta el 12,7 % nominal (9,7 % en términos reales). Las diferencias territoriales en los precios de la vivienda se incrementaron, con mayor crecimiento acumulado en las provincias con precios más elevados y aumentos moderados o nulos en aquellas con menores precios. Esto contrasta con el comportamiento de los precios en la expansión inmobiliaria previa a la crisis financiera global, cuando las subidas de los precios fueron más generalizadas por provincias.

⁸ El crédito privado se refiere a la provisión de préstamos por entidades distintas a los bancos, como fondos de inversión especializados.

Esta evolución fue impulsada por el dinamismo de la demanda y por la rigidez de la oferta, con un ritmo de construcción de nueva vivienda muy por debajo de la creación neta de hogares. En este contexto, el 90 % de las transacciones correspondieron a vivienda usada. Todo ello contribuye al problema de accesibilidad a la vivienda de la sociedad española.

El precio real de la vivienda ha seguido aumentando en relación con la renta de los hogares y con los tipos de interés. Este desacople, que se ha intensificado desde 2024, explica el aumento de la tensión en los indicadores de valoración de la vivienda, aunque estos se sitúan todavía en niveles similares a los de 2004 y muy por debajo de los máximos previos a la crisis financiera de 2008.

El crédito hipotecario nuevo creció con fuerza en 2025, aunque sigue siendo moderado en relación con el PIB y el crédito bancario total. Por su parte, el saldo de crédito hipotecario mantiene una senda de crecimiento gradual, pero continúa igualmente en niveles históricamente reducidos respecto a la actividad económica. La financiación bancaria al sector de la construcción y a las actividades inmobiliarias continuó en 2025 la recuperación observada en 2024, si bien desde niveles próximos a mínimos históricos.

Los criterios de concesión de nuevas hipotecas en relación con la renta del prestatario y el valor del colateral permanecen contenidos y claramente por debajo de los observados en anteriores fases expansivas, pese a un aumento moderado de las operaciones con mayor apalancamiento. Las ratios de préstamo sobre precio y sobre renta repuntaron solo levemente y las métricas de esfuerzo financiero se mantuvieron en niveles contenidos, muy por debajo de sus máximos históricos.

En conjunto, el indicador sintético de riesgos del mercado inmobiliario, que toma una perspectiva amplia de los distintos factores de demanda y oferta que afectan a este sector, se mantiene en niveles contenidos, comparables a los de comienzos de los años 2000. Esto es debido a la buena situación financiera de los hogares, a criterios de concesión de crédito hipotecario prudentes y un nivel reducido de actividad de promoción y construcción.

Mercados financieros

La evolución de los mercados financieros internacionales desde el pasado otoño se había caracterizado hasta febrero de este año por el mantenimiento de condiciones muy favorables. El *shock* geopolítico asociado al inicio del conflicto armado en Irán a finales de ese mes alteró esta tendencia, si bien los impactos durante marzo fueron contenidos y, desde el anuncio de tregua en abril, se han disipado en diverso grado en las distintas categorías de activos.

En el ámbito monetario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo el tipo de la facilidad de depósito en el 2,0 %⁹, mientras que la Reserva Federal redujo su tipo de referencia en 75 puntos

⁹ El tipo de la facilidad de depósito del BCE es la tasa de interés que reciben las entidades financieras por depositar su liquidez sobrante en el banco central nacional durante un día (*overnight*). Es un instrumento de política monetaria clave que establece el límite inferior (suelo) para los tipos de interés del mercado a un día.

básicos entre septiembre y diciembre de 2025, situándolo en el rango del 3,5 % - 3,75 %, en un entorno de elevada incertidumbre económica. Tras el estallido de la guerra en Oriente Medio, las expectativas de los tipos oficiales se han revisado al alza en ambas economías, especialmente en el área del euro.

En los mercados de deuda soberana, el conflicto provocó repuntes generalizados de las rentabilidades y un aplanamiento de las curvas de tipos de interés, reflejando tanto el riesgo inflacionista como la expectativa de una duración limitada del conflicto. Los diferenciales soberanos en Europa se ampliaron de forma moderada, sin ningún signo significativo de fragmentación.

En los mercados de renta variable, la volatilidad aumentó de forma notable, aunque significativamente por debajo de máximos históricos, y descendió hacia los niveles previos al conflicto tras el anuncio de alto el fuego. Las bolsas europeas reaccionaron de manera más negativa que las estadounidenses tras el inicio de la guerra, revirtiendo el mejor comportamiento previo. En contraste, los mercados de renta fija corporativa han mostrado una reacción muy contenida, tanto en EEUU como en Europa y tanto en el segmento de inversión como en el de alto rendimiento.

En los mercados cambiarios, el dólar se apreció de forma transitoria en marzo, recuperando parcialmente su papel de activo refugio, y también fue favorecido por el repunte del precio del petróleo. Por su parte, el oro, pese a su fuerte revalorización previa, perdió parte de su atractivo tras el inicio del conflicto en Oriente Medio. Los mercados emergentes, que habían mostrado una elevada resiliencia, han registrado un cierto deterioro de las condiciones financieras desde febrero, observándose una mayor aversión al riesgo.

Riesgos

Las tensiones geopolíticas globales se han intensificado de manera significativa, situándose el conflicto en Oriente Medio como el principal foco de riesgo¹⁰. El estallido de la guerra en febrero ha provocado un aumento sustancial de la incertidumbre económica global, que ya se encontraba en niveles elevados. Esta mayor incertidumbre afecta especialmente a la evolución de los precios de la energía y a la inflación.

El impacto del conflicto sobre los mercados energéticos ha sido especialmente intenso. Desde el inicio de los ataques, los precios del petróleo y del gas natural en Europa alcanzaron en la segunda mitad de marzo aumentos en torno a un 84 % y un 92 %, respectivamente. Posteriormente, en particular desde el anuncio de la tregua, su nivel se relajó, pero la alta volatilidad ha continuado y ha experimentado repuntes en fechas más recientes, alcanzándose

¹⁰ 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 el caso del petróleo precios superiores a los de marzo. A esta evolución habrían contribuido en particular las severas restricciones al tránsito por el estrecho de Ormuz. Aunque los mercados de futuros anticipan una reducción gradual de los precios, las expectativas para los próximos años, en particular para el 2026, permanecen claramente por encima de los niveles previos al conflicto.

La relevancia del *shock* energético deriva de la magnitud de la oferta potencialmente afectada. En condiciones normales, por el estrecho de Ormuz transita alrededor del 20 % del petróleo mundial y de las exportaciones globales de gas natural licuado, mientras que la producción de petróleo del conjunto de la región del golfo Pérsico representa cerca del 30 % del total mundial. El conflicto ha llegado a frenar aproximadamente la producción de 10 millones de barriles de petróleo diarios, en torno al 10 % de la oferta mundial previa a la guerra, una proporción superior a la observada tras la invasión rusa de Ucrania en 2022 y de más difícil sustitución debido al bloqueo físico del suministro.

Este proceso puede generar efectos persistentes sobre la oferta energética, ya que la reanudación de la producción requiere tiempo y, en algunos casos, la interrupción prolongada de la extracción puede reducir de forma permanente el volumen recuperable de los yacimientos. Asimismo, los daños que el conflicto bélico ha ocasionado en las infraestructuras energéticas, y los adicionales que se puedan producir, acentuarían estos efectos persistentes.

La guerra también plantea riesgos más amplios para las cadenas globales de valor. Por el estrecho de Ormuz circula una parte sustancial del comercio mundial de fertilizantes, así como suministros críticos de helio y neón, esenciales para la fabricación de semiconductores. A ello se suman los efectos indirectos derivados de la alteración de rutas marítimas estratégicas y del encarecimiento del combustible, que podrían elevar los costes de transporte y producción de numerosos sectores a escala global.

Las medidas de mitigación adoptadas hasta ahora, como la liberación de reservas estratégicas de petróleo y subsidios fiscales, han amortiguado solo parcialmente el impacto del *shock*. No obstante, la capacidad de estas medidas es limitada en relación con la magnitud de la producción afectada, y la prolongación de las de corte fiscal podría contribuir a un mayor endeudamiento público, que se sitúa ya en niveles elevados.

A los riesgos geopolíticos contribuye también la elevada incertidumbre en torno a la política comercial de EEUU. El fallo del Tribunal Supremo que limita el uso de determinados instrumentos arancelarios ha dado lugar a un esquema temporal de aranceles generalizados, que convive con distintas medidas sectoriales establecidas previamente. El nivel medio de los aranceles se ha reducido tras el fallo, aunque de forma heterogénea por geografías, siendo la rebaja arancelaria poco significativa para el área del euro. No obstante, la falta de claridad sobre la posible prolongación del esquema temporal o sobre nuevas medidas a adoptar incrementa la incertidumbre para las empresas exportadoras y dificulta la planificación a medio plazo de las cadenas globales de suministro.

De forma más general, el deterioro de la cooperación multilateral hace menos predecible la evolución de las políticas económicas a nivel global y reduce la probabilidad de respuestas coordinadas ante potenciales crisis.

La economía española y la del conjunto del área del euro presentan una elevada apertura comercial y dependencia energética. No obstante, en torno al escenario central, la crisis geopolítica actual tendría un impacto macroeconómico acotado y podría reducir en alguna medida la rentabilidad bancaria, pero sin llegar a tener efectos significativos sobre la solvencia de este sector. En escenarios adversos de mayor intensidad y persistencia del conflicto en Oriente Medio y del *shock* energético asociado, se producirían caídas del PIB y repuntes de la inflación y de los tipos de interés superiores a los contemplados en los ejercicios de previsión macroeconómica.

Teniendo esto en cuenta, el informe examina escenarios alternativos, de baja probabilidad, pero plausibles, para evaluar los riesgos para la estabilidad financiera planteados por el conflicto de Oriente Medio y, de forma particular, la resiliencia del sector bancario. La solvencia del sector bancario español muestra una resiliencia agregada notable ante escenarios de subidas marcadas del precio del petróleo y de otros inputs energéticos, en línea con crisis energéticas graves de la segunda mitad del siglo XX. Sin embargo, su capacidad de generación de beneficios se vería muy reducida con respecto al escenario base, y la provisión de crédito a hogares y empresas se frenaría significativamente.

A pesar de una corrección inicial moderada tras el inicio del conflicto, las condiciones en los mercados financieros siguen siendo favorables, y el riesgo de ajustes abruptos e intensos en las valoraciones se habría incrementado ante un entorno de mayor incertidumbre. En particular, las valoraciones en los mercados de renta variable y de bonos corporativos se sitúan en niveles elevados, sustentadas en expectativas optimistas de beneficios. Estas podrían verse frustradas si se deterioran las perspectivas macroeconómicas o si algunos sectores de actividad de especial importancia se ven afectados por perturbaciones particulares.

En este sentido, la evolución de las tecnologías de inteligencia artificial (IA) introduce riesgos de mercado relevantes debido, en primer lugar, a su carácter disruptivo, al poder dejar obsoletos algunos modelos de negocio. Así, los mercados financieros han penalizado en el período reciente a sectores percibidos como más expuestos a esta disrupción, como los servicios de desarrollo de software. Por otra parte, las propias empresas de IA afrontan riesgos asociados al nivel de competencia en este sector, al efecto de la fragmentación geopolítica y al cumplimiento incierto de las expectativas de ganancias de productividad asociadas a esta tecnología, entre otros. El conflicto en Oriente Medio puede afectar negativamente al sector de la IA al alterar el suministro de semiconductores y elevar los costes energéticos, siendo un factor de vulnerabilidad relevante la elevada intensidad energética de esta tecnología.

Como se ha mencionado ya, el crédito privado presenta vulnerabilidades adicionales, con episodios recientes de insolvencias empresariales y, también, tensiones de liquidez en algunos fondos especializados, lo que podría amplificar las perturbaciones financieras. Asimismo, la

deuda soberana podría verse afectada por el deterioro fiscal asociado al menor crecimiento y a la crisis energética, especialmente en economías que parten de posiciones fiscales frágiles.

Se identifican también algunos riesgos adicionales relacionados con la composición del crecimiento en España, las vulnerabilidades fiscales, y los posibles efectos negativos a medio plazo sobre el crecimiento de los problemas de accesibilidad en el mercado de la vivienda. Igualmente, se observan riesgos emergentes como los ciberriesgos¹¹ y otros riesgos vinculados a la transición a un sistema financiero más digitalizado y al auge de los mercados de criptoactivos (por ejemplo, la expansión de *stablecoins* globales).

En particular, en el ámbito de la ciberseguridad, algunos avances recientes en materia de IA podrían elevar ya los riesgos, al facilitar la identificación y explotación de vulnerabilidades cibernéticas, lo que reduce drásticamente el tiempo entre dicha identificación y su potencial uso malicioso, y puede generar situaciones de inestabilidad financiera. Los avances en computación cuántica, a través de su efecto disruptor sobre las técnicas criptográficas actuales, plantean también un riesgo emergente sobre la estabilidad financiera, aunque menos inmediato que los vinculados a la IA.

Política macroprudencial

A cierre de 2025, el indicador sintético para el seguimiento del riesgo sistémico cíclico en España mostró un ligero descenso respecto a mediados de año, aunque este y cada uno de sus subcomponentes —macroeconómico, macrofinanciero, bancario y mercados financieros— se mantenían en un nivel intermedio.

Este contexto respalda la decisión aprobada en octubre de 2025 de incrementar el colchón de capital anticíclico (CCA) hasta el 1 % (exigible a partir de octubre de 2026) desde el 0,5 % exigido actualmente, de forma coherente con la metodología para la fijación del CCA publicada por el Banco de España¹². La información preliminar disponible para 2026 tampoco apunta a un cambio en la evaluación de los riesgos sistémicos cíclicos, lo que justifica mantener la decisión de refuerzo de este colchón. En cualquier caso, el Banco de España monitoriza la nueva información relevante para fijar el CCA según esta se hace disponible.

El Banco de España ha continuado desarrollando también el marco metodológico para la evaluación de posibles límites a las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios. Los análisis en curso muestran que estas medidas pueden mejorar la resiliencia financiera de hogares y bancos, y reducir de forma significativa la frecuencia con que los hogares afrontarían impagos hipotecarios, especialmente de aquellas operaciones concedidas en fases expansivas del ciclo.

¹¹ Los ciberriesgos se refieren a la probabilidad de ocurrencia incierta de ciberincidentes y a su impacto. Los ciberincidentes son eventos que comprometen la confidencialidad, la integridad o la disponibilidad de la información y/o los sistemas de información. Pueden ser de origen malicioso o accidental.

¹² Véase el [marco metodológico de fijación del CCA en España](#).

No obstante, estas medidas también pueden generar efectos colaterales, especialmente sobre el acceso a la vivienda, el coste del alquiler y el consumo de los hogares, que además son heterogéneos por grupos de población. Por ello, en caso de una eventual adopción de estas medidas, es importante una calibración cuidadosa y flexible, que permita maximizar los beneficios en términos de estabilidad financiera minimizando dichos efectos colaterales.

La fecha de cierre de datos de este Informe es el 29 de abril de 2026.










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 y las Administraciones Públicas en España (a)

 HOGARES	<ul style="list-style-type: none"> Evolución favorable de renta, empleo y riqueza. Niveles de endeudamiento y carga financiera históricamente bajos.
 EMPRESAS	<ul style="list-style-type: none"> Evolución favorable de los beneficios, aunque desigual por sectores. Niveles de endeudamiento y carga financiera históricamente bajos.
 SECTOR PÚBLICO	<ul style="list-style-type: none"> Nivel de endeudamiento alto, aunque con un déficit decreciente. Riesgos al alza sobre el gasto público (defensa, demografía, etc.). Indefinición de los planes de consolidación fiscal. Vulnerabilidades fiscales en economías de importancia sistémica global.

FUENTE: Banco de España.

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

2.1 Los hogares

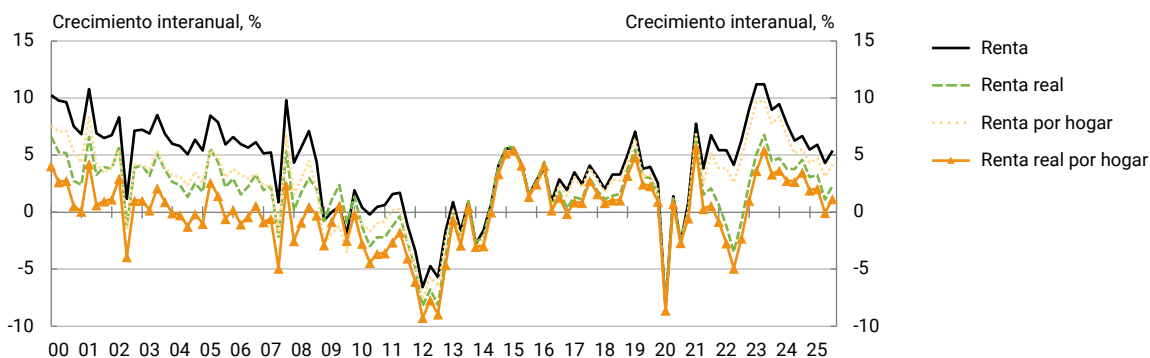
La renta de los hogares continuó creciendo en el segundo semestre de 2025, pero a un ritmo algo más moderado. En concreto, aumentó en términos nominales en la segunda mitad de 2025 a un ritmo interanual medio del 4,8 %, 0,8 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en el primer semestre (véase el gráfico 2.1). También se atenuó la mejora del poder adquisitivo. Así, una vez ajustada la renta por la inflación y por el crecimiento de la población, esta registró un avance interanual del 0,6 %, 1,4 puntos menos que en la primera mitad de 2025.

La riqueza real bruta de los hogares aumentó un 8,6 % en términos interanuales a finales de 2025. Este avance se explicó principalmente por la revalorización de los activos inmobiliarios y, en menor medida, de los activos financieros (véase el gráfico A2.2.1.1 del anejo 2), y es similar al registrado a mediados de año (8,5 %).

La evolución favorable del empleo y el aumento de la riqueza contribuyeron a que el consumo privado siguiera mostrando fortaleza en la segunda mitad de 2025. Así, su crecimiento interanual medio, en términos reales, alcanzó el 3,1 %, algo menos que en el primer semestre

El crecimiento de la renta de los hogares se moderó en 2025

2.1.a Renta de los hogares españoles (a)



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

a La RBD 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.



del año¹, cuando se situó en el 3,6 %. La expansión del crédito al consumo (véase la sección 3.1.4 del capítulo 3) también habría apoyado este dinamismo. Por su parte, la tasa de ahorro se mantuvo estable en el 12 % en el segundo semestre de 2025 (véase el gráfico A.2.2.1.2 del anejo 2), un nivel que continúa siendo históricamente elevado —en torno al percentil 85 de la distribución desde 1999—.

El endeudamiento de los hogares se situó en el 68,1 % de la renta en el cuarto trimestre de 2025 y se mantiene la expectativa de que se sitúe cerca de este nivel en los próximos años.

La ratio continúa en niveles próximos a los mínimos observados desde el año 2000 y por debajo de la registrada en el conjunto del área del euro (82,3 % de la renta en el cuarto trimestre de 2025; véase gráfico 2.2). El incremento del saldo de deuda que se ha venido observando desde mediados de 2024 se ha visto más que compensado por el crecimiento de la renta. De acuerdo con los distintos **escenarios considerados** en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2026, esta ratio podría mantenerse en torno al nivel observado en la actualidad. Así, se situaría en un rango comprendido entre el 65,5 % de la renta bruta disponible (RBD) —escenario más adverso— y el 68,5 % —escenario base— a finales de 2028, en función de la magnitud y persistencia de los impactos asociados a la crisis de Oriente Medio. El menor nivel de endeudamiento en el escenario más adverso se explica porque, a pesar de los mayores tipos de interés y la menor renta, se produciría una fuerte desaceleración del crédito².

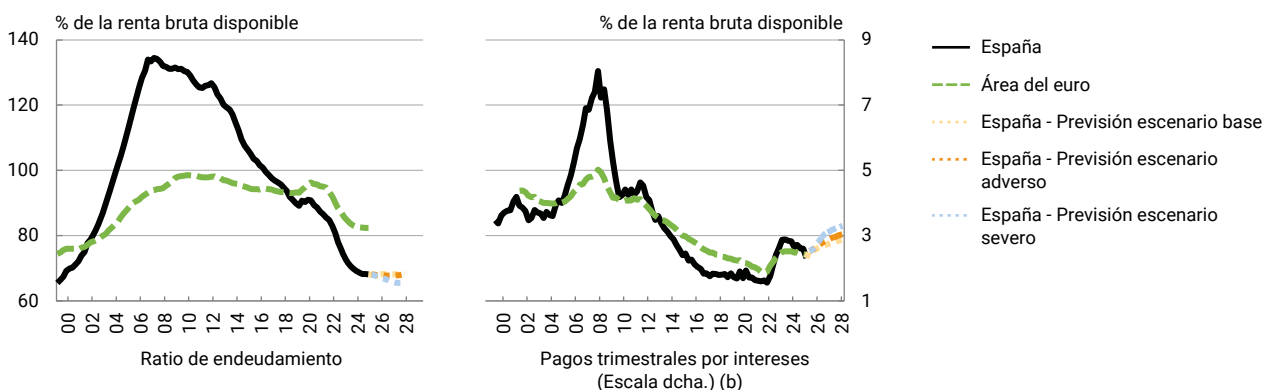
1 Véanse los resultados de la *Contabilidad Nacional Trimestral de España. Cuarto trimestre de 2025 del Instituto Nacional de Estadística*.

2 La evolución futura de las ratios para España se estima a partir de las previsiones de RBD, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del primer trimestre de 2026.

Gráfico 2.2

El descenso en la ratio de endeudamiento de los hogares españoles se estabilizaría en los próximos años en niveles moderados mientras que la carga por intereses podría sufrir un ligero repunte

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



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

- a Datos ajustados de estacionalidad. La evolución futura de los ratios para España se estima a partir de las previsiones de RBD, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al [ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del primer trimestre de 2026](#). En este ejercicio se han incluido dos escenarios alternativos (adverso y severo) que se caracterizan (con respecto al escenario central de previsiones) por un encarecimiento más persistente de los precios energéticos y por disrupciones más intensas en las cadenas de valor globales.
- b Flujo trimestral de intereses efectivamente pagados por los hogares (es decir, no se excluye el valor de los servicios financieros que los hogares reciben de forma implícita al contratar préstamos) sobre la RBD trimestral.



El proceso de despalancamiento iniciado tras la crisis financiera global ha sido más intenso en los hogares de menor riqueza neta³. En el tercer trimestre de 2025, la ratio de deuda sobre riqueza bruta del conjunto de los hogares se situó en España en el 7,1 %, frente al 13,2 % en 2014. En el área del euro también se observa una disminución de la deuda sobre la riqueza (2,4 pp desde 2014), si bien en la actualidad la ratio se sitúa en el 10,4 %, por encima del nivel en España (véase cuadro 2.1). Esta reducción ha sido generalizada, aunque especialmente acusada en los hogares de menor riqueza neta. Este patrón se observa tanto en España como en el área del euro, si bien la magnitud del ajuste ha sido mayor en nuestro país⁴.

Los hogares con menor riqueza han reducido el peso de los inmuebles residenciales en su patrimonio, en favor de activos líquidos, como los depósitos⁵. Desde el fin de la crisis financiera global, los hogares con menor riqueza neta, tanto en España como en el área del euro, han reducido de forma significativa el peso de los inmuebles residenciales en su patrimonio total, aumentando el peso de los depósitos (véase el gráfico A.2.2.1.3 del anejo 2). Por el contrario, los hogares españoles que se sitúan en el quintil superior de la riqueza neta (que concentran cerca del 70 % del total) han incrementado el peso de los activos inmobiliarios

- 3 La información proviene de las cuentas distributivas de la riqueza de los hogares, que combinan microdatos de encuestas y los datos macroeconómicos de la Contabilidad Nacional para analizar cómo se reparten la riqueza y las deudas entre distintos grupos de población, según su nivel de riqueza neta.
- 4 Los últimos datos publicados de la [Encuesta Financiera de las Familias](#) muestran que en 2024 el porcentaje de hogares con una ratio de deuda sobre riqueza bruta superior al 75 % era del 18 %. Esta medida de vulnerabilidad patrimonial era más elevada entre los hogares de renta baja, jóvenes, con el cabeza de familia inactivo o parado, y los situados en el cuartil inferior de la riqueza (siendo nula para la mitad superior de la distribución).
- 5 Véase nota 3.

Cuadro 2.1

El proceso de desapalancamiento iniciado tras la crisis financiera global ha sido más intenso en los hogares de menor riqueza neta (a)

2.1.a Ratio de apalancamiento de los hogares, por quintil de riqueza neta. España y área del euro (a)

% deuda (d)/riqueza bruta	España (b)		Área del euro (c)	
	2014	2025	2014	2025
Total hogares	13,2	7,1	12,8	10,4
Distribución por quintiles de riqueza neta del total de hogares				
Q1 (menor riqueza)	112,8	69,8	128,7	110,8
Q2	40,3	23,1	49,8	36,9
Q3	22,4	13,6	28,8	22,5
Q4	10,2	8,5	12,3	12,7
Q5 (mayor riqueza)	8,5	3,7	6,5	6,1

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

a, b, c, d Véase la nota A2.2.1.6 del anejo 2.

residenciales en el total de su patrimonio, mientras que en el área del euro este peso se ha mantenido estable para este quintil. Esta evolución evidencia problemas de accesibilidad a la vivienda en propiedad, relevantes desde distintas perspectivas de política económica (véase capítulo 4).

La carga por intereses se redujo ligeramente, hasta el 2,3 % de la renta en el cuarto trimestre de 2025, pero aumentaría de forma moderada ante un endurecimiento de la política monetaria.

La ratio de carga por intereses se sitúa 0,1 pp por debajo de la registrada en el área del euro y 1,2 pp por debajo de su promedio histórico (3,5 %). Se prevé que la carga por intereses aumente hasta un rango comprendido entre el 2,9 % de la renta en el escenario base del ejercicio de proyecciones y el 3,3 % en el escenario más adverso a finales de 2028 (véase gráfico 2.2). En el escenario de mayor severidad, el incremento de la carga por intereses respondería fundamentalmente al repunte de los costes de financiación.

El porcentaje de hogares con dificultades para afrontar gastos esenciales es mayor entre los endeudados, mientras que los que no tienen deuda contribuyen en mayor medida a la resiliencia del sector.

Uno de cada cinco hogares endeudados presentaba dificultades para afrontar gastos esenciales en 2024. Con datos de ese año, último disponible con la granularidad necesaria, este porcentaje se reducía a uno de cada diez de los hogares no endeudados. Estas diferencias son especialmente marcadas en los hogares de menor renta (véase cuadro 2.2). En comparación con el promedio del período 2014-2024, la proporción de hogares con dificultades para afrontar gastos esenciales en 2024 se redujo en mayor medida entre los hogares sin deuda, 2,9 pp, que entre los endeudados, 1,4 pp (véase el gráfico A2.2.1.4 del anejo 2). Estos resultados muestran ciertos límites en la capacidad de los hogares de menor renta para sostener el coste de un apalancamiento mayor al observado actualmente.

Cuadro 2.2

El porcentaje de hogares con cargas elevadas sobre su renta es mayor entre los endeudados (a)**2.2.a Hogares con ratio de gasto esencial sobre renta bruta superior al 70 %. Desglose por condición de endeudamiento y quintil de renta. 2024 (a)**

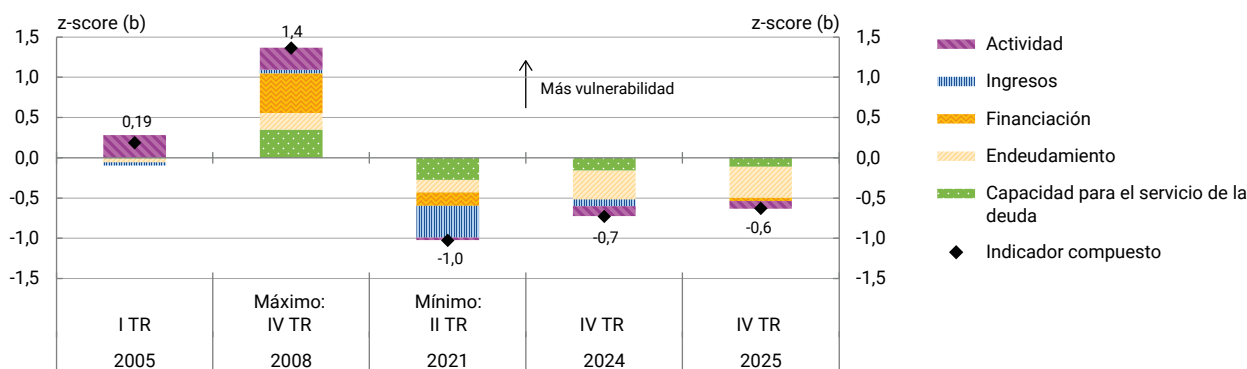
En % de los hogares de su grupo

Hogares	Distribución de la renta bruta de los hogares en 2024					
	Total	Quintil 1 Menor renta	Quintil 2	Quintil 3	Quintil 4	Quintil 5 Mayor renta
Con deuda	18,9	65,5	34,2	13,4	3,3	1,2
Sin deuda	10,3	32,3	4,6	1,7	0,2	0,4

FUENTE: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias). Último dato observado: 2024.

a Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal. Según esta encuesta, la proporción de hogares endeudados es del 54 %. Por tramos de renta, dicho porcentaje alcanzaba el 36 % para el quintil más bajo de la renta (quintil 1), 49 % para el segundo, 58 % para el tercero, 63 % para el cuarto y 64 % para el quintil más alto de la renta (quintil 5).

Gráfico 2.3

La vulnerabilidad financiera agregada de los hogares se sitúa en un nivel históricamente reducido**2.3.a Indicador compuesto de vulnerabilidad de los hogares (a)****FUENTES:** Comisión Europea, INE y Banco de España.

a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 al IV TR 2025). Los sub-componentes del índice se definen como: i) Actividad laboral: se calcula a partir de la tasa de participación laboral y de las expectativas de desempleo; ii) Ingresos: se calcula a partir del crecimiento de la renta real de los hogares y de la ratio de renta sobre el PIB; iii) Financiación: se calcula a partir del tipo de interés del saldo vivo de los préstamos bancarios de los hogares y una medida del impulso crediticio calculado como la variación anual de la ratio del flujo neto de crédito sobre el PIB. El impulso crediticio estaría recogiendo el impacto positivo que tienen los flujos de financiación al sector privado no financiero sobre la actividad económica, por lo que un valor positivo contribuye a reducir la vulnerabilidad; iv) Endeudamiento: se calcula a partir de las ratios de deuda bruta sobre renta y sobre activos totales de los hogares y v) Capacidad de hacer frente al servicio de la deuda: se calcula a partir de la ratio de pagos de intereses brutos sobre la renta, la tasa de ahorro y las expectativas de los consumidores sobre su situación financiera en los próximos 12 meses. Para más detalles de la composición del indicador, véase el recuadro 2 del Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas del segundo semestre de 2024.

b En cada fecha, el z-score muestra el número de desviaciones típicas (al alza o a la baja) del indicador sobre la media de todo el período 2005-IV TR 2025.



De manera complementaria, un indicador compuesto a partir de datos agregados sugiere un nivel de vulnerabilidad financiera relativamente reducido. De acuerdo con un indicador compuesto de vulnerabilidad (véase gráfico 2.3) —disponible desde 2005 y construido como la media aritmética de la capacidad para hacer frente al servicio de la deuda, el endeudamiento, la financiación, los ingresos y la actividad laboral (véase el gráfico A2.2.1.5 del anejo 2)—, los hogares alcanzaron su mayor nivel de vulnerabilidad en 2008, en el contexto de la crisis financiera global. Posteriormente, este nivel se redujo de forma sostenida hasta alcanzar un

mínimo en 2021, cuando el indicador se situó una desviación típica por debajo de dicha media, como resultado de la mejora generalizada de todos sus componentes, especialmente del endeudamiento y de la capacidad para atender el servicio de la deuda. En el cuarto trimestre de 2025 este indicador se situaba 0,6 desviaciones típicas por debajo de su media histórica, nivel muy similar al observado un año antes.

2.2 Las empresas no financieras

Los beneficios empresariales crecieron en el segundo semestre de 2025, mostrando heterogeneidad por sectores en su ritmo de aumento. El resultado económico bruto (REB⁶) de las empresas⁷ aumentó un 3,8 % interanual en términos nominales. Este incremento fue generalizado por sectores, pero particularmente intenso en construcción y actividades inmobiliarias (19,8 %), mientras que en comercio y hostelería la evolución fue más moderada (0,3 %). El resto de los servicios⁸ aumentaron un 3,7 % y, dentro de ese sector, destacó que el REB creció casi un 15 % en las empresas de consultoría y programación, favorecidas por la expansión de actividades relacionadas con la tecnología y la inteligencia artificial.

En un contexto marcado por el conflicto en Oriente Próximo, las expectativas empresariales del sector manufacturero en España evidencian un mayor grado de pesimismo, en contraste con una mayor resiliencia del sector servicios. En particular, los índices de gestores de compras de la industria manufacturera registraron una caída significativa en marzo, especialmente en los componentes de actividad y pedidos exteriores, situándose en terreno contractivo. Esto sería coherente con un empeoramiento de las expectativas empresariales sobre la evolución futura de la actividad económica. Por el contrario, las expectativas del sector servicios mostraron un repunte en dicho mes.

El saldo de deuda de las empresas se redujo levemente en el cuarto trimestre de 2025, lo que, unido al aumento de los beneficios, propició un nuevo descenso moderado de la ratio de endeudamiento. La ratio de endeudamiento respecto al excedente bruto de explotación (EBE)⁹ se redujo 5,1 pp en el cuarto trimestre de 2025, situándose en el 311 % (véase gráfico 2.4). Este nivel es similar al del área del euro (308 %) y, en perspectiva histórica para España, se mantiene en niveles reducidos, por debajo de la media desde 2000 (428 %). En términos de PIB, el

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

7 De acuerdo con la información combinada de la AEAT y la CBT.

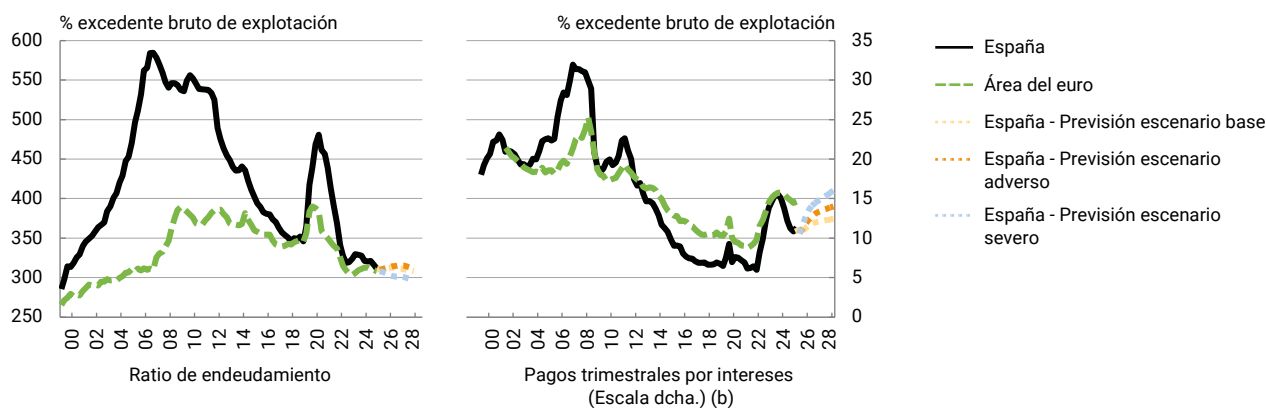
8 Incluye los sectores de transporte y almacenamiento, información y comunicaciones y otros servicios (es decir, actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades administrativas y servicios auxiliares).

9 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 el valor de los 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

Se espera que la ratio de endeudamiento de las empresas se mantenga estable en los próximos años, mientras que la de la carga por intereses experimentaría un cierto repunte

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



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

- a Datos ajustados de estacionalidad. La evolución futura de los ratios para España se estima a partir de las previsiones de excedente bruto de explotación, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al [ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del primer trimestre de 2026](#). En este ejercicio se han incluido dos escenarios alternativos (adverso y severo) que se caracterizan (con respecto al escenario central de proyecciones) por un encarecimiento más persistente de los precios energéticos y por disrupciones más intensas en las cadenas de valor globales.
- b Flujo trimestral de intereses efectivamente pagados por las empresas (es decir, no se excluye el valor de los servicios financieros que las empresas reciben de forma implícita al contratar préstamos) sobre el EBE trimestral.



endeudamiento de las empresas españolas se situó en el 62,6 % en diciembre de 2025, nivel inferior al del área del euro (65,8 %). De acuerdo con las últimas proyecciones, esta ratio podría seguir reduciéndose en los próximos años, hasta situarse en 2028 en un intervalo comprendido entre el 296 % del EBE –en el escenario más adverso– y el 308 % –en el escenario base– a finales de 2028. Esta horquilla refleja parte de la incertidumbre asociada a la magnitud y persistencia de los efectos derivados de la crisis en Oriente Medio, tal como ha sido recogida en los ejercicios de proyección más recientes del Banco de España. En el escenario más desfavorable, el menor nivel de endeudamiento proyectado sería consecuencia, fundamentalmente, de una marcada desaceleración del flujo de nuevo crédito¹⁰.

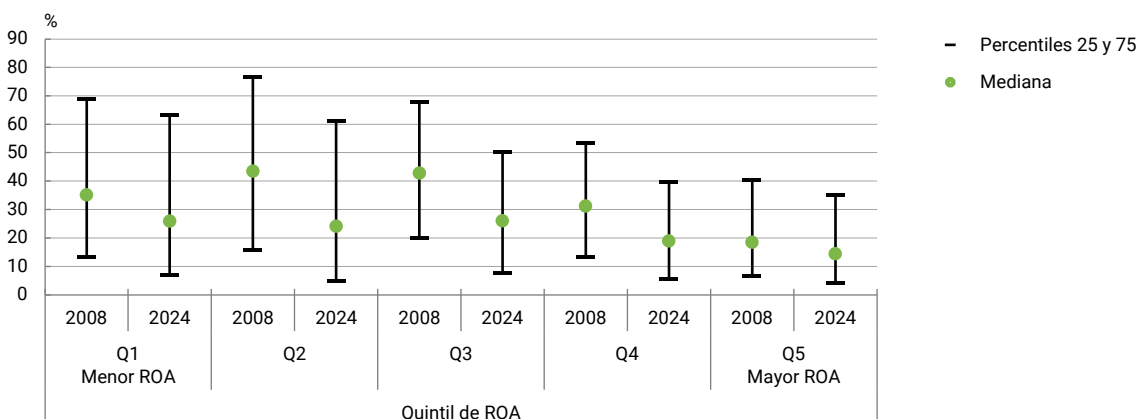
Desde los máximos de 2008, el desapalancamiento ha sido más acusado en las empresas con niveles de rentabilidad reducidos o intermedios. La reducción del apalancamiento empresarial ha sido generalizada desde los máximos alcanzados en 2008 y se ha producido a lo largo de toda la distribución de empresas por nivel de apalancamiento y rentabilidad. Este proceso ha sido particularmente intenso en las empresas con niveles de rentabilidad reducidos o intermedios, ubicadas en los quintiles segundo y tercero, con rentabilidades comprendidas entre un -6,5 % y un 7,8 % en 2008, y entre un -2,1 % y un 10,5 % en 2024 (véase gráfico 2.5). Este patrón es relativamente favorable desde una óptica de estabilidad financiera, al haber reducido

¹⁰ La evolución futura de los ratios para España se estima a partir de las previsiones de EBE, tipos de interés y volúmenes de crédito incorporadas al [ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España del primer trimestre de 2026](#).

Gráfico 2.5

Desde la crisis financiera global, el desapalancamiento ha sido más intenso en aquellas categorías de empresas con rentabilidad intermedia o baja

2.5.a Distribución de la ratio de apalancamiento por quintil de ROA (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a ROA se define como el cociente entre el REB menos las amortizaciones netas y los activos operativos netos, calculados como el activo total excluyendo las inversiones financieras y la deuda con coste a corto plazo. El apalancamiento se define como el cociente entre el total de recursos ajenos con coste y los activos totales.
- b Los quintiles de ROA se construyen a partir de los percentiles 20, 40, 60 y 80 de la distribución del ROA en cada año. En 2008, los valores de los puntos de corte de estos percentiles fueron - 6,51 %, 2,41 %, 7,83 % y 19,52 %, respectivamente. En 2024, los valores fueron - 2,13 %, 3,26 %, 10,47 % y 27,37 %, respectivamente.



su endeudamiento de forma más acusada aquellas empresas con una capacidad limitada de generar beneficios.

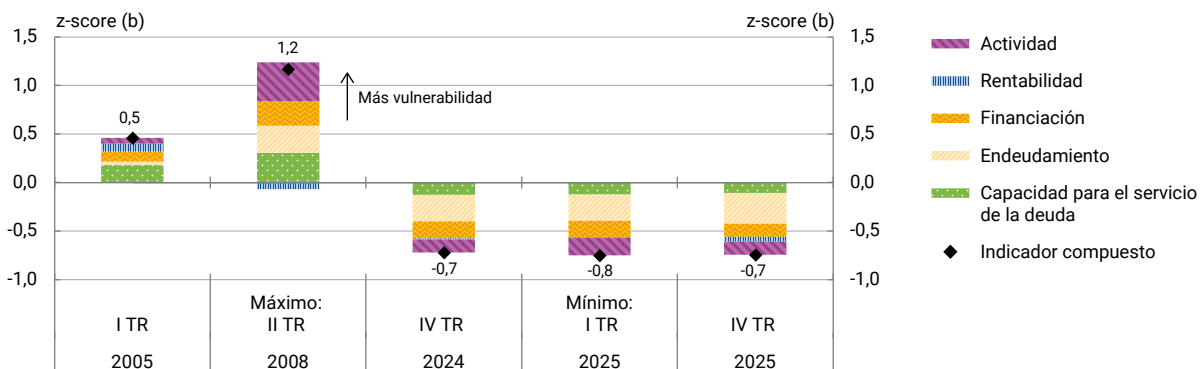
La ratio de pagos por intereses sobre el EBE, en niveles reducidos, repuntó ligeramente en el último trimestre de 2025, y podría seguir aumentando de forma moderada en los próximos años. Los pagos por intereses crecieron ligeramente, lo que sucede tras cinco trimestres de caídas consecutivas. Su proporción sobre el EBE se situó, en este período, en el 11,4 %, cuatro décimas más que el trimestre anterior, pero aun claramente por debajo del nivel máximo de la última década (15,5 %) registrado en junio de 2024 (véase gráfico 2.4). La carga por intereses permaneció por debajo tanto de la del área del euro (14,6 %) como de la media histórica desde 2000 (16,4 %), pero aún se mantiene por encima del nivel en 2021, previo al ciclo de endurecimiento monetario, cuando se situaba cerca del 6 %. De acuerdo con los escenarios contemplados en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas, se anticipa que la carga por intereses repuntaría ligeramente en los próximos años. En concreto, a finales de 2026 la ratio de pagos por intereses sobre el EBE se situaría en un intervalo comprendido entre el 11,6 % en el escenario base y el 13,6 % en el escenario más adverso, y aumentaría progresivamente hasta alcanzar, a finales de 2028, valores de entre el 12,5 % y el 16 %. Este leve incremento de la carga financiera estaría explicado principalmente por un aumento de los costes de financiación.

A nivel agregado, la vulnerabilidad financiera de las empresas se mantuvo estable y en niveles reducidos en el cuarto trimestre de 2025. Este indicador –calculado como la media aritmética de cinco subindicadores relativos al empleo, la rentabilidad, la financiación recibida,

Gráfico 2.6

La vulnerabilidad financiera de las empresas se ha mantenido, en términos agregados, estable y reducida en el período reciente

2.6.a Indicador compuesto de vulnerabilidad financiera de las empresas (a)



FUENTES: Comisión Europea, INE y Banco de España.

- a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 al IV TR 2025). Los sub-componentes del índice se definen como: i) Actividad empresarial: se calcula a partir del crecimiento de las ventas, la ratio de proveedores comerciales y la variación de la rotación de las cuentas a cobrar; ii) Rentabilidad: se calcula a partir de la rentabilidad sobre activos, el margen de beneficios y la ratio del valor de mercado sobre el valor contable; iii) Financiación: se calcula a partir de la proporción de deuda a corto plazo respecto a la deuda a largo plazo, la ratio de activos financieros corrientes sobre pasivos corrientes, el coste total de la financiación de la deuda y una medida del impulso crediticio calculado como la variación anual de la ratio del flujo neto de crédito sobre el PIB. El impulso crediticio estaría recogiendo el impacto positivo que tienen los flujos de financiación al sector privado no financiero sobre la actividad económica, por lo que un valor positivo contribuye a reducir la vulnerabilidad; iv) Endeudamiento: se calcula a partir de la ratio de deuda sobre el capital, la ratio de deuda neta sobre el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, y la ratio de deuda bruta sobre ingresos brutos y v) Capacidad de hacer frente al servicio de la deuda: se calcula a partir de la ratio de cobertura de intereses, el ahorro y la generación de ingresos empresariales. Para más detalles sobre la composición del indicador, véase Sándor Gardó, Benjamin Klaus, Mika Tujula y Jonas Wendelborned (2020). "Box 1. Assessing corporate vulnerabilities in the euro area". Financial Stability Review, BCE.

- b En cada fecha, el z-score muestra el número de desviaciones típicas (al alza o a la baja) del indicador sobre la media de todo el período 2005-IV TR 2025.



el nivel de endeudamiento y la capacidad para hacer frente al pago de la deuda— se situó a finales de 2025 0,7 desviaciones típicas por debajo de su media desde 2005, valor muy similar al registrado en los trimestres anteriores, por lo que se mantiene en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 2.6). Aunque todos los componentes de este indicador habrían favorecido este nivel bajo de vulnerabilidad desde los máximos de 2008, el descenso del endeudamiento sería el que más habría contribuido a ello (véase el gráfico A2.2.2.1 en el anejo 2). Con el fin de comprender mejor la vulnerabilidad empresarial desde una perspectiva más granular, y teniendo en cuenta la elevada heterogeneidad sectorial existente —que se traduce en diferencias significativas en la capacidad de las empresas para absorber perturbaciones adversas—, se ha realizado un ejercicio de sensibilidad ante un *shock* combinado de deterioro de beneficios y aumento de los costes financieros¹¹. Los resultados muestran que la vulnerabilidad empresarial presenta una sensibilidad notable a estos *shocks*,

11 Partiendo de la Central de Balances Integrada de 2024, el ejercicio consiste en aplicar a cada sector una caída del REB equivalente a una desviación estándar de su media histórica (2000-2024, excluyendo 2020) y, posteriormente, realizar 100 simulaciones en las que cada empresa recibe un *shock* idiosincrático coherente con la distribución del REB en exceso de la media sectorial y por tamaño, en un año con caída similar al *shock* común sectorial. Las cifras de empresas con elevada presión financiera corresponden al promedio de dichas simulaciones.

en particular sobre la rentabilidad. Además, son especialmente relevantes para sectores como los de la construcción y actividades inmobiliarias (véase recuadro 2.1).

2.3 Las Administraciones Públicas

En 2025, el déficit de las AAPP españolas tuvo un comportamiento más favorable que en el conjunto del área del euro. El déficit de las AAPP españolas se redujo en 0,8 pp del PIB, hasta el 2,4 %, con un saldo primario equilibrado por primera vez desde 2008¹². En cambio, en el área del euro, se redujo solo 0,1 pp, hasta el 2,9 %. El mejor comportamiento en España se debe, en parte, al menor volumen de gastos extraordinarios en 2025 con respecto al año anterior. También influyó el notable aumento de los ingresos públicos en un contexto de fuerte dinamismo de la actividad económica, dado que el PIB de España creció un 2,8 % en 2025, el doble que el del área del euro (1,4 %).

La mejora del déficit público se produce a pesar de que el gasto neto¹³ creció por encima de lo previsto. Según la estimación del Gobierno¹⁴, el gasto neto habría crecido en 2025 en un 4,8 %, por encima del 4,1 % anticipado en abril del año pasado y del 3,7 % de crecimiento máximo establecido en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) español. Por otro lado, el Gobierno ha confirmado que ha solicitado a Bruselas la activación de la cláusula de escape nacional, que permite incrementar el gasto neto por encima de lo previsto en el PFEMP, durante 2025-2028¹⁵.

En conjunto, las cuentas públicas han evolucionado en los últimos años hasta una posición similar a la existente antes de la pandemia del Covid-19. Así, el déficit público se situó en 2025 en el 2,4 %, 0,7 pp por debajo del registrado en 2019 (véase gráfico 2.7.a). Comparado con 2018 - año en el que la posición cíclica de la economía era más similar a la de 2025- la mejora ha sido marginal, de tan solo 0,2 pp.

Sin embargo, el elevado endeudamiento público sigue suponiendo un elemento de vulnerabilidad para la economía española, acentuado por la falta de concreción en las medidas para corregirlo¹⁶. El nivel de la deuda pública se situó en 2025 en el 100,7 % del PIB, más de 10 pp superior a la ratio de endeudamiento del área del euro y afronta presiones

12 El déficit sería del 2,2 %, sin contar con las medidas desplegadas para mitigar los efectos de la DANA, y del 2,0 %, sin contar además con el resto de partidas extraordinarias (*one-offs*).

13 El gasto neto es la variable sobre la que se definen los requerimientos de las nuevas reglas fiscales europeas y excluye los pagos por intereses, los gastos cíclicos en desempleo, los gastos extraordinarios y los financiados o cofinanciados por la Unión Europea (UE). Además, en el cálculo de su tasa de variación se restan los ingresos adicionales resultantes de medidas discrecionales.

14 Véase [Informe de Progreso Anual 2026](#).

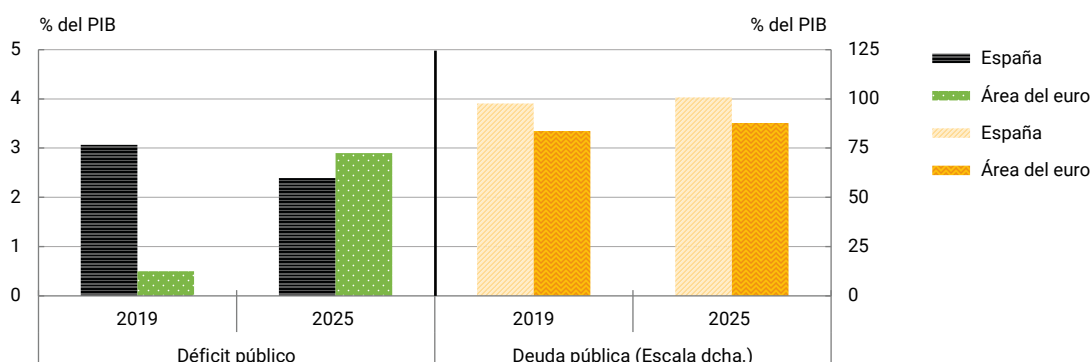
15 La cláusula de escape solicitada permite aumentar el gasto neto, por encima de lo previsto en el PFEMP, en la cuantía en que haya aumentado el gasto en defensa respecto a 2024 y hasta un máximo del 1,5 % del PIB. Así, en 2025, excluyendo el aumento del gasto en defensa registrado en España, el gasto neto habría crecido un 4,5 %, lo que estaría dentro del margen de flexibilidad que permiten las reglas fiscales europeas.

16 Véase, por ejemplo, la [Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo](#), de la AIReF.

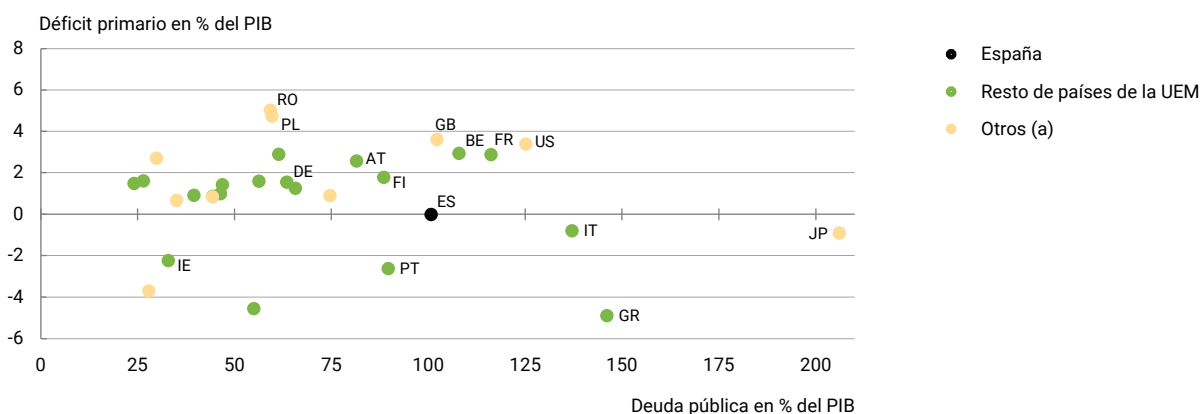
Gráfico 2.7

Las cuentas públicas de España han mejorado en el período reciente por el entorno cíclico favorable, pero el elevado nivel de deuda pública continúa representando una vulnerabilidad relevante

2.7.a Situación patrimonial de las Administraciones Públicas



2.7.b Comparación internacional (2025)



FUENTES: Datastream, Eurostat, FMI y Banco de España.

a Incluye Reino Unido, EEUU, Japón y los países de la UE que no pertenecen a la unión monetaria (Bulgaria, Chequia, Dinamarca, Hungría, Polonia, Rumanía y Suecia).



al alza. Por un lado, el déficit de las AAPP continúa siendo relativamente elevado, especialmente en relación con el momento del ciclo de la economía española. A ello se sumarán las mayores exigencias de gasto en los próximos años como consecuencia de los compromisos asumidos en materia de defensa, del envejecimiento de la población y de las necesidades de inversión relacionadas con las transiciones ecológica y digital. Este riesgo se ve acentuado por la falta de concreción sobre las medidas que se prevén tomar para cumplir con los objetivos del PFEMP y por la situación política de ausencia de consensos en temas fiscales.

Dicha vulnerabilidad adquiere más relevancia en un contexto de fragilidad fiscal en distintos países de importancia sistémica para la economía global (véase gráfico 2.7.b). Entre los

países con una situación fiscal menos favorable destacan EEUU¹⁷, Japón¹⁸ y Francia, primero, por mantener tanto déficits como niveles de endeudamiento elevados, y, segundo, por su importancia para el comercio y la actividad del área del euro y a nivel global. Potenciales perturbaciones negativas podrían desencadenar un cambio de sentimiento en los mercados financieros y un proceso de ajuste forzado de las cuentas públicas en algunos de estos países, con consecuencias negativas sobre la actividad económica mundial. Esto podría tener repercusiones negativas significativas en nuestro país a través de canales comerciales y financieros.

El coste del endeudamiento público se ha mantenido contenido en un entorno de condiciones financieras relativamente favorable, pero podría verse presionado por futuras alzas del gasto. La carga financiera de la deuda pública española supuso en 2025 un 2,4 % del PIB, la misma cifra que en 2024 y que el promedio desde 2007. Las proyecciones de marzo del Banco de España anticipaban tan solo un ligero incremento hasta el 2,5 % en 2027. Estas proyecciones se produjeron en un contexto en el que el coste medio de financiación del Tesoro Público se redujo hasta el 2,7 % el año pasado, 0,5 pp menos que en 2024, y en el que se esperaba un aumento moderado de los tipos de interés de mercado en los próximos años. En todo caso, incluso bajo estos supuestos favorables sobre los mercados financieros, el coste de la deuda no podría mantenerse en niveles reducidos si aumentara el déficit —y, consiguientemente, la deuda— de las AAPP, como consecuencia de las presiones al alza sobre el gasto público sin que se tomaran medidas compensatorias al respecto.

El conflicto en Oriente Medio ha introducido una fuente de riesgo adicional. Desde el inicio del ataque a Irán por parte de los Estados Unidos e Israel, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años se ha elevado de manera contenida - en unos 40 pb, dentro de un contexto más general de ajuste moderado de los mercados financieros (véase Capítulo 4). En este contexto, la economía española parte de una posición más favorable que cuando se produjo el *shock* energético en 2022 con la guerra en Ucrania. Sin embargo, el impacto sobre la economía mundial y española podría ser elevado, dependiendo de la duración e intensidad del conflicto¹⁹,

-
- 17 Según las estimaciones de la Congressional Budget Office (CBO), que ya incorporan las reformas fiscales y arancelarias de 2025, el déficit federal se situaría en 2026 en el 5,8 % del PIB (similar al del año previo), y ascendería al 6,7 % en 2036. Se proyecta una senda ascendente de la deuda pública federal desde el 99 % del PIB en 2025 al 120 % en 2036. La CBO estima que la revocación de los aranceles IEEPA aumentaría el déficit público en alrededor de 0,5 pp del PIB por la devolución de lo recaudado en el año aproximado en que han estado vigentes y en el mismo importe en cada año futuro de ingresos perdidos. Este impacto futuro es muy incierto debido a las medidas compensatorias que podría adoptar la Administración estadounidense. Adicionalmente, el conflicto en Oriente Medio supone otra fuente de desvío potencial del déficit al alza, aunque su impacto final sobre las cuentas públicas está rodeado de una elevada incertidumbre, en función de la duración e intensidad de la guerra y de las medidas fiscales compensatorias de ingresos y gastos que se pueden adoptar. La propuesta de presupuesto del Gobierno Federal para el año fiscal 2027, todavía bajo discusión, plantea un aumento del gasto de defensa respecto a la estimación de la CBO de febrero de 2026 de alrededor del 1,9 % del PIB.
- 18 El FMI proyecta para Japón un déficit público del 2 % en 2026 y una deuda pública del 204 % del PIB, siendo esta última ratio la más alta entre las economías avanzadas. Si bien este país ha mantenido un nivel de deuda pública alto durante años, el entorno actual de mayor inflación, mayores tipos de interés, incertidumbre sobre el comercio mundial del que su economía es muy dependiente y relaciones geopolíticas inciertas, junto con el avance en el proceso de envejecimiento de su población, aumentan el coste de mantener esta posición fiscal relajada.
- 19 Véase el recuadro 4 sobre los escenarios alternativos para la economía española asociados a la intensidad y la duración del *shock* energético derivado del conflicto bélico en Oriente Próximo del último [informe trimestral del Banco de España](#).

y presionar las vulnerabilidades fiscales a través de ajustes de la actividad como de los mercados financieros. En relación con estos últimos, su magnitud podría verse incrementada en el contexto europeo, al haber aumentado en este en los últimos años la proporción de inversores con una demanda más elástica y sensible a la remuneración de la deuda pública (véase recuadro 4.2).

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN

Este recuadro estudia la capacidad de las empresas españolas de seguir cubriendo sus gastos financieros con sus beneficios ante hipotéticos deterioros de su rentabilidad y/o aumentos de sus costes de financiación.

En el contexto actual, esta cuestión adquiere una especial relevancia. El aumento de la incertidumbre geopolítica, intensificado tras el inicio del conflicto en Oriente Medio a finales de febrero, podría afectar a las empresas a través de distintos canales, como un encarecimiento de determinados consumos intermedios —especialmente energéticos—, una desaceleración de la actividad o un endurecimiento de las condiciones financieras. Potencialmente, estos desarrollos podrían dar lugar a un entorno en el que coincidan presiones a la baja sobre los beneficios empresariales con unas condiciones de financiación más restrictivas.

Los sectores con un mayor peso en la deuda del conjunto de las empresas son de mayor relevancia para valorar las implicaciones en términos de estabilidad financiera de hipotéticos deterioros en su situación económica y financiera¹.

Así, el cuadro 1 revela que en 2007 eran el sector industrial y el de la construcción y actividades inmobiliarias los que

representaban los porcentajes más elevados de deuda (19,8 % y 30,8 % respectivamente). Desde entonces, ambos sectores han ido perdiendo peso de forma progresiva, en favor, principalmente, del de comercio y transportes. De este modo, en 2024 esta rama de actividad se situaba como la segunda en importancia en términos de deuda (20,1 %), solo por detrás del sector de construcción y actividades inmobiliarias que concentraba el 21,7 % del total de la deuda de esta muestra².

Con el objetivo de evaluar la resiliencia financiera del sector empresarial, se han realizado una serie de ejercicios de simulación. En ellos, se estima en qué medida distintos *shocks* adversos incrementarían el peso en los activos y en la deuda empresarial de aquellas empresas bajo presión financiera elevada —que son aquellas cuyos resultados ordinarios no son suficientes para cubrir sus gastos financieros—.

En particular, se consideran tres clases de impactos hipotéticos: i) un descenso de los beneficios empresariales, diferenciado por sectores y por empresas dentro de cada sector; ii) un aumento generalizado y homogéneo de los costes de financiación; y iii) un escenario combinado en el que ambos *shocks* se producen simultáneamente³. Estos ejercicios no deben interpretarse como previsiones, sino

Cuadro 1
Peso de los sectores en la deuda

%	2007	2012	2024
Energía (a)	16,3	17,8	14,2
Industria	19,8	17,6	17,5
Comercio, transporte y almacenamiento (b)	14,6	16,2	20,1
Construcción y actividades inmobiliarias	30,8	30,0	21,7
Turismo (c)	3,8	4,5	5,8
Servicios intensivos en conocimiento (d)	10,3	8,3	11,4
Resto de los sectores (e)	4,4	5,6	9,3

FUENTE: Banco de España.

a Incluye minería e industria extractiva y energía eléctrica, gas y agua.

b Excluye transporte aéreo.

c Incluye transporte aéreo, hostelería, actividades de agencias de viajes y actividades recreativas y de entretenimiento.

d Incluye información y comunicaciones; actividades profesionales, científicas y técnicas.

e Incluye agricultura, educación; actividades administrativas y servicios auxiliares, excluyendo las de agencias de viajes; actividades sanitarias y servicios sociales y otros servicios.

1 El nivel de deuda es una medida de la susceptibilidad del sector de generar impagos, lo que puede afectar a su estabilidad financiera.

2 Si se analiza el peso de los activos por sectores, se obtienen unas conclusiones similares.

3 La frecuencia de caídas de resultados de la intensidad considerada es de cerca del 50 % (número de empresas-año en que se ha registrado una caída similar en los últimos 17 años), mientras que el *shock* combinado (caída de resultados y aumento del coste de la deuda) se habría observado solo en un 10 % de empresas-año. En cualquier caso, el entorno actual de creciente incertidumbre hace que deba valorarse este escenario conjunto de caída del REB y encarecimiento de la financiación.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

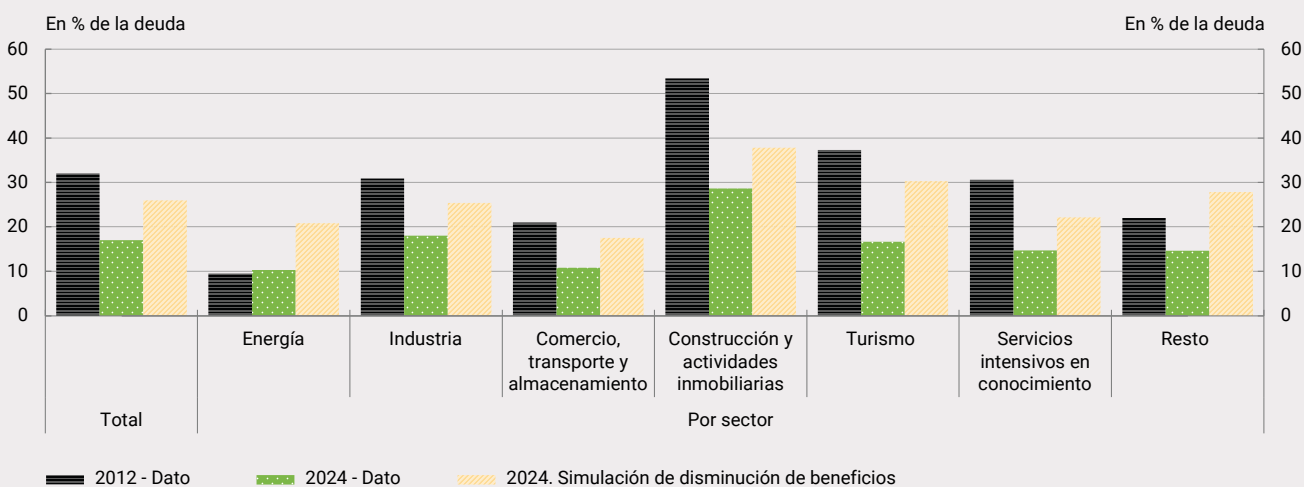
como un análisis de sensibilidad para identificar qué sectores resultarían más afectados bajo distintos supuestos adversos. Para valorar los resultados del ejercicio, se comparan los niveles de vulnerabilidad alcanzados con los observados en episodios históricos de mayor estrés, como la crisis de deuda europea que siguió a la crisis financiera global.

Bajo el primer supuesto, que contempla un descenso de los beneficios empresariales diferenciado para cada sector de actividad y para cada empresa dentro del sector⁴, se produciría un sensible incremento en el peso de la deuda en empresas financieramente vulnerables sobre la deuda total de cada sector. No obstante, dicho peso seguiría estando por debajo de los máximos que se registraron en 2012, tras la crisis financiera global (véase gráfico 1). Todos los sectores se verían afectados, si bien destaca el de la energía, donde el porcentaje de deuda

vulnerable se duplicaría respecto al nivel observado en 2024 (último año para el cual está disponible este indicador), hasta alcanzar el 20,8 %, el del turismo, donde el porcentaje de deuda vulnerable también se duplicaría aproximadamente y llegaría a cerca del 30 % y el de construcción y actividades inmobiliarias, que registraría el porcentaje más alto de deuda vulnerable, situándose en un 38 %. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que, en el sector de la energía, la evidencia histórica indica que, en un entorno de subida del precio de los inputs energéticos, la rentabilidad de este sector tiende a crecer. Así, la probabilidad de este shock adverso sería reducida para este agregado, lo que mitigaría su contribución a la vulnerabilidad del conjunto del sector empresarial.

En el segundo supuesto, en el que se simula un incremento de un punto porcentual de la ratio de los gastos financieros sobre la deuda media de cada empresa, también

Gráfico 1
Deuda de las empresas con presión financiera elevada: impacto de una disminución de los resultados empresariales (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Las empresas con presión financiera elevada se aproximan como aquellas cuyos resultados no cubren los gastos financieros. La disminución de los resultados es equivalente a una desviación estándar del REB medio anual por sector, a dos dígitos de CNAE, entre 2000 y 2024, excluyendo 2020, más la media de 100 simulaciones alternativas coherentes con la distribución del REB a nivel de empresa en exceso de la media sectorial y del tamaño, en un año cuyo comportamiento del REB sectorial sea similar al imputado al sector. Se excluyen las empresas sin deuda.
- b Véanse notas del cuadro 1 sobre la definición de los sectores.

4 El ejercicio se calibra con información de la Central de Balances Integrada, siendo 2024 el último año disponible. En un primer paso, se aplica una disminución media en los resultados de cada sector (a nivel de dos dígitos CNAE) equivalente a una desviación estándar del REB medio anual entre 2000 y 2024, excluyendo 2020. En un segundo paso, se llevan a cabo 100 simulaciones alternativas coherentes con la distribución del REB a nivel de empresa en exceso de la media sectorial y por tamaño, en un año cuyo comportamiento del REB sectorial sea similar al resultante de aplicar la disminución de beneficios del primer paso al resultado medio sectorial de 2024. En cada simulación, cada empresa dentro de un sector recibe así un shock individual idiosincrásico sobre sus beneficios ordinarios, además de un shock común a nivel de su sector. Los resultados presentados en términos de peso de empresas con presión financiera elevada se corresponden a la media de estas 100 simulaciones.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

aumentaría la deuda vulnerable (véase gráfico 2). Sin embargo, lo haría en menor medida que en el escenario de deterioro de los beneficios. Este impacto contenido vendría explicado, en buena medida, por el proceso de desapalancamiento que ha llevado a cabo el sector empresarial español desde la crisis financiera global. De esta forma, los incrementos de los tipos de interés medios a los que se financian las empresas se aplican sobre una masa de deuda más pequeña.

En tercer lugar, como resultado de la combinación de ambos shocks, la deuda vulnerable crecería hasta situarse en un 32,9 %, nivel que estaría ligeramente por encima del máximo de 2012 (véase gráfico 2). No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela, ya que, como se ha mencionado anteriormente, el sector empresarial presenta en la actualidad un endeudamiento sensiblemente inferior al de 2012⁵. En consecuencia, un mismo porcentaje de deuda bajo elevada presión financiera implicaría en

2024 un volumen absoluto menor, lo que atenúa parcialmente las implicaciones para la estabilidad financiera.

Por otro lado, la condición de elevada presión financiera es de naturaleza categórica —las empresas la presentan o no—; sin embargo, aun cuando el porcentaje de deuda afectada en la simulación del shock conjunto, a partir de la situación de 2024, sea similar a la observada en 2012, es preciso evaluar si la brecha entre resultados y gastos financieros también lo es. Con este objetivo, se compara la diferencia agregada entre gastos financieros y resultados en relación con el total de activos, para el conjunto de empresas que enfrentan presión financiera. Los resultados indican que el shock simulado sería de magnitud comparable a la situación de 2012, cuando dicha ratio alcanzó el 4,78 %, frente al 4,68 % estimado para 2024⁶ bajo un shock conjunto sobre los resultados y el coste de financiación.

Gráfico 2
Deuda de las empresas con presión financiera elevada. Impacto de shocks negativos. Total empresas endeudadas

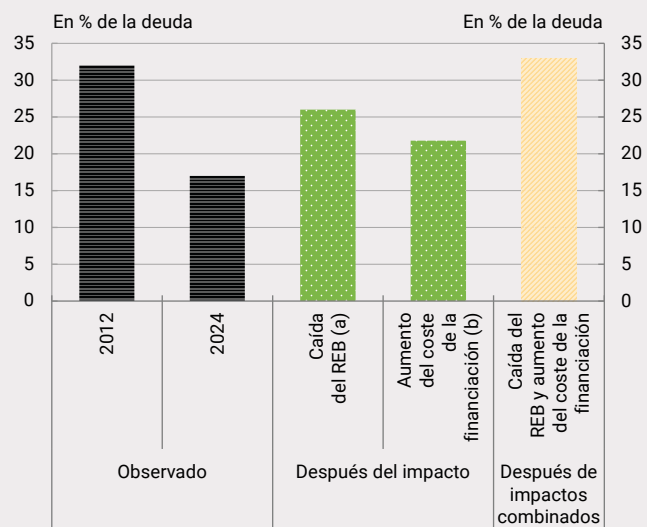
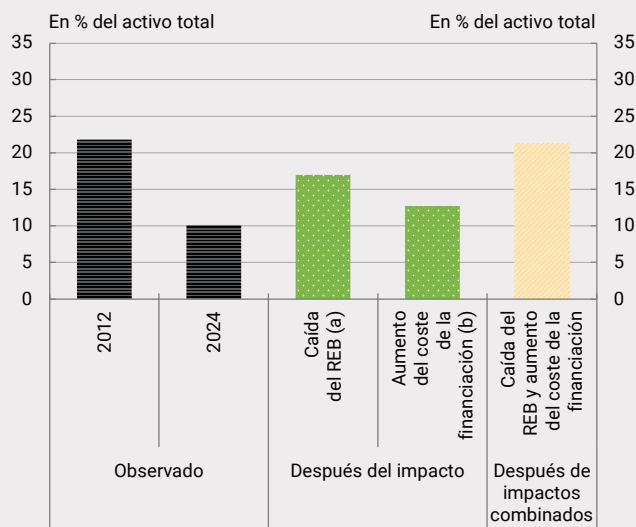


Gráfico 3
Activo de las empresas con presión financiera elevada. Impacto de shocks negativos. Total empresas endeudadas



FUENTE: Banco de España.

a Véase nota (a) del gráfico 1.

b Se supone un aumento de 1 pp en el coste de financiación de las empresas. Coste de financiación definido como la ratio entre los gastos financieros y la deuda media.

5 De hecho, la ratio de endeudamiento (deuda total/activo) en 2024 de las empresas bajo presión financiera elevada, en el escenario combinado se situaba 12 puntos por debajo del nivel de endeudamiento que las empresas vulnerables tenían en 2012.

6 Ello se debe tanto a la caída de los beneficios como a un aumento de los gastos financieros en las empresas vulnerables, ya que el incremento del coste de la financiación contemplado en este escenario compensaría el efecto positivo derivado del desapalancamiento.

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

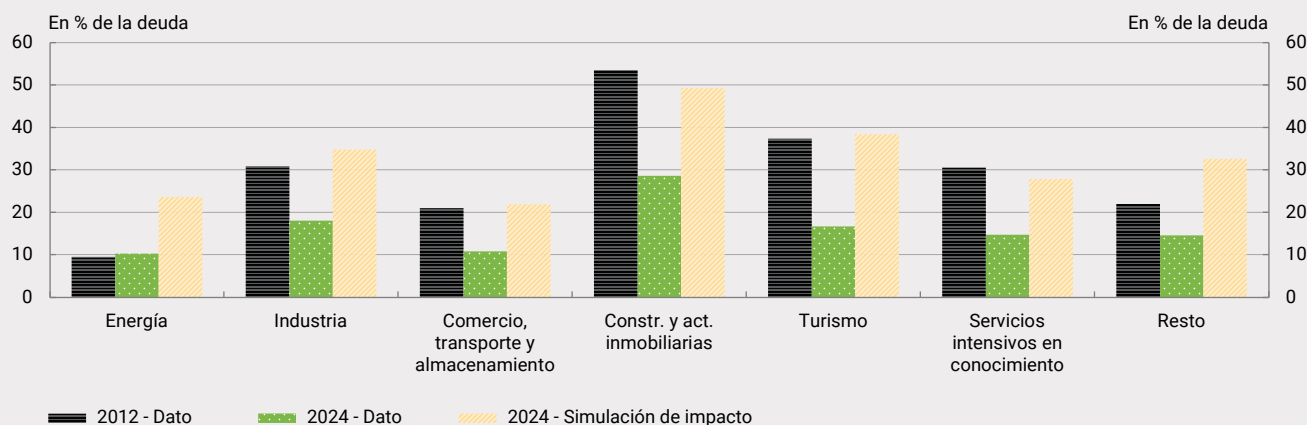
En este punto, resulta también útil examinar el impacto en términos de activos, para medir el peso de las empresas vulnerables sobre el tamaño total del activo empresarial, y descartar la posibilidad de que un bajo peso del activo de las empresas con deuda restara materialidad a los resultados ya discutidos. Los resultados que se muestran en el gráfico 3 confirman también la severidad del *shock* de este enfoque, ya que el peso del activo de las empresas vulnerables en 2024 sería comparable al registrado en 2012.

Descendiendo a un detalle sectorial, el incremento de la vulnerabilidad registrado en el escenario combinado sería generalizado por ramas de actividad, aunque nuevamente, como ocurría en el primer supuesto, el impacto sería más acusado en las de energía, el turismo y la de construcción y actividades inmobiliarias (véase gráfico 4). En el caso de la energía, la deuda vulnerable se elevaría hasta el 23,6%, muy por encima del valor registrado en 2012 (9,5%), mientras que en el sector turístico se acercaría al 40% y en el de la construcción y actividades inmobiliarias casi la mitad de la deuda (49%) estaría en empresas financieramente vulnerables.

En último término, habría que tener en cuenta que en estos ejercicios de sensibilidad se aplican los *shocks* sobre las empresas en condiciones ceteris paribus. Ello les aleja en cierta medida de lo que ocurriría en la realidad, donde las compañías probablemente reaccionarían ante estos *shocks* negativos tomando decisiones para mitigar el impacto sobre sus beneficios (ajustando costes, posponiendo inversiones o reestructurando su financiación, entre otras), si bien, también es cierto que estas medidas de mitigación operarán típicamente con retardo respecto al momento de materialización de los *shocks*.

En conjunto, los ejercicios realizados ponen de manifiesto que la vulnerabilidad financiera del sector empresarial español presenta una sensibilidad elevada a perturbaciones adversas sobre los beneficios y las condiciones de financiación, y que dicha sensibilidad varía de forma significativa entre sectores. Bajo el escenario central de previsión macroeconómica⁷, es esperable que la rentabilidad empresarial en España continúe en niveles favorables. Sin embargo, el entorno de incertidumbre introducido por el conflicto en Oriente Medio hace que la

Gráfico 4
Deuda de las empresas con presión financiera elevada (a). Impacto de la caída del REB y aumento del coste de la financiación. Desglose por sector (b) (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Véase nota (a) del gráfico 1.
- b Se supone un aumento de 1 pp en el coste de financiación de las empresas. Coste de financiación definido como la ratio entre los gastos financieros y la deuda media.
- c Peso dentro de cada sector. Véanse notas del cuadro 1 sobre la definición de los sectores.

7 Véase *Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo 2026*.

Recuadro 2.1

ANÁLISIS DE LA SENSIBILIDAD DE LA PRESIÓN FINANCIERA SOBRE LAS EMPRESAS ANTE CAMBIOS ADVERSOS EN SU RENTABILIDAD Y COSTE DE FINANCIACIÓN (cont.)

probabilidad de materialización de este tipo de impactos sea mayor que en el pasado reciente. Los resultados subrayan, por tanto, la importancia de tener en cuenta la

heterogeneidad del tejido empresarial en la monitorización de los riesgos para la actividad económica y la estabilidad financiera en el entorno actual.

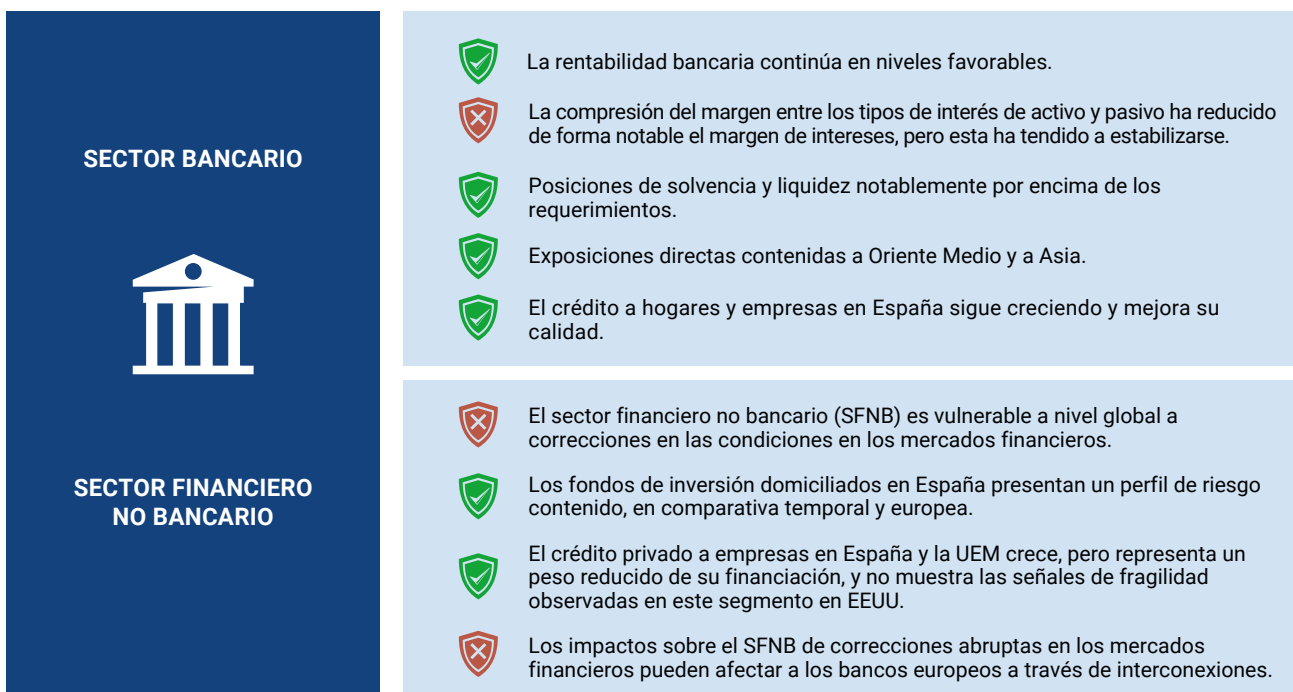
3

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

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

Esquema 3.1

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



FUENTE: Banco de España.

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

3.1 Sector bancario

3.1.1 Rentabilidad

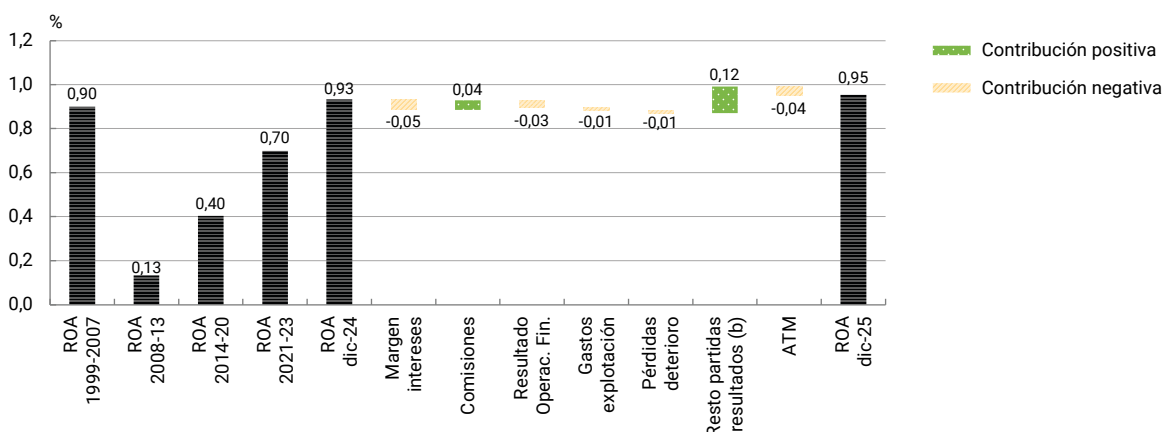
La rentabilidad del sector bancario español mejoró en 2025, pero en menor medida que en los últimos años. El resultado consolidado creció un 6 % en 2025 (véase anejo 1)¹. Esto se traduce en un aumento interanual de la rentabilidad sobre activo (ROA, por sus siglas en inglés)

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

Gráfico 3.1

La rentabilidad sobre activo (ROA) del sector bancario español mejoró de forma moderada en 2025, observándose un descenso del margen de intereses

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



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

a, b Véase nota A2.3.1.1.1 del anejo 2.



de 2 puntos básicos (pb) hasta el 0,95 % de diciembre de 2025 (véase gráfico 3.1). Asimismo, la rentabilidad sobre patrimonio neto medio (ROE, por sus siglas en inglés) aumentó 0,1 puntos porcentuales (pp) en el mismo periodo, desde el 14,2 % hasta el 14,3 % (véase gráfico A2.3.1.1.2 del anejo 2). Estas mejoras del ROA y del ROE², aunque menores que en años previos, han sido generalizadas entre entidades (véase gráfico A2.3.1.1.3 del anejo 2). Los resultados del primer trimestre de 2026 de las principales entidades cotizadas continúan mostrando una evolución al alza de la rentabilidad.

El margen de intereses se ha reducido en tasa interanual en 2025, aunque ese descenso ha ido disminuyendo a lo largo del año. El margen de intereses disminuyó un 1,9 % en diciembre de 2025 respecto al mismo mes de 2024, pero este descenso interanual se fue reduciendo a lo largo del año (-4,2 % en marzo, -3,7 % en junio y -2,4 % en septiembre). Esta evolución se observó también para los negocios en España. En términos de ROA, este descenso del margen de interés ha supuesto una caída de 5 pb (véase gráfico 3.1). En el primer trimestre de 2026, los resultados consolidados publicados por los principales bancos cotizados señalan que el margen de intereses habría dejado de reducirse, presentando un incremento interanual.

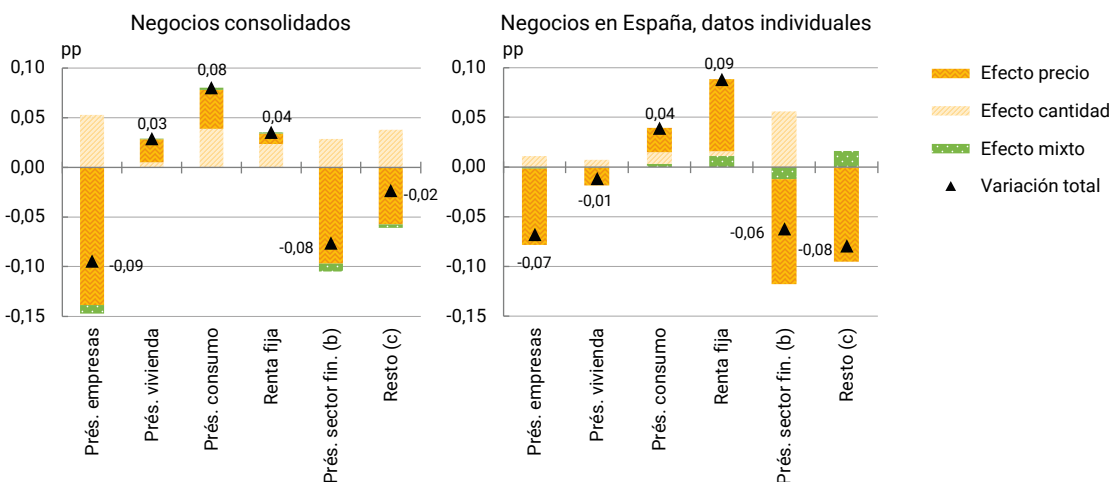
El comportamiento del margen de intereses varió entre carteras, tanto a nivel consolidado como para los negocios en España. Se registró un descenso por la contracción de márgenes

² El aumento del ROA y el ROE se produjo en un contexto de aumento de los denominadores de las ratios (el activo total medio creció un 4,1 % en 2025, mientras que el patrimonio neto medio lo hizo un 5 %).

Gráfico 3.2

La variación del margen de intereses en 2025 fue heterogénea por carteras, observándose en particular descensos en el crédito a empresas y al sector financiero, y aumentos en el crédito al consumo y en renta fija

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



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

a, b, c Véase nota A2.3.1.1.6 del anejo 2.

unitarios para las carteras de crédito a empresas y al sector financiero (entidades de crédito y otras sociedades financieras), tanto a nivel consolidado como en España. En sentido contrario, se observaron aumentos en ambos perímetros para las carteras de crédito al consumo y de renta fija, tanto por el crecimiento de su volumen como por la expansión de su margen unitario (véase gráfico 3.2). Por su parte, la cartera de crédito a vivienda presentó variaciones moderadas de margen de interés, con aumento a nivel consolidado y ligera reducción en los negocios en España. A nivel agregado, los márgenes unitarios se redujeron en 2025, tanto a nivel consolidado como en España, aunque esta reducción fue disminuyendo a lo largo del año (véase gráfico A2.3.1.1.4 del anejo 2).

Esta heterogeneidad entre distintas carteras de crédito en la evolución del margen de interés es consistente con sus diferencias en términos de traslación de las caídas en los tipos de interés de política monetaria desde 2023. En particular, en el negocio en España, dicha traslación a los tipos de préstamo está siendo mayor para los préstamos de empresas y préstamos para compra de vivienda que para el resto de los préstamos a hogares. Además, los niveles de traslación de los bancos españoles han sido superiores a los del conjunto de bancos europeos (véase gráfico A2.3.1.1.5.a del anejo 2) debido, en parte, a su mayor proporción de préstamos a tipo variable³. Esta proporción, no obstante, se ha reducido en los últimos años

3 En particular, de acuerdo con los datos del Banco Central Europeo (BCE), en el caso de los préstamos a hogares, por ejemplo, la proporción de préstamos con revisión del tipo de interés en los siguientes 12 meses para préstamos con vencimiento inicial y residual superior a un año se situaba, en diciembre de 2025, en torno al 45 % en España, frente al 16 % del conjunto del área del euro.

en el caso de los préstamos a hogares (véase gráfico A2.3.1.1.5.b del anejo 2). En todo caso, cabe esperar que, conforme se complete la transmisión de la rebaja en los tipos de interés de política monetaria a los tipos de interés bancarios, su efecto negativo sobre el margen de intereses tienda a desaparecer, y este componente del beneficio a estabilizarse, como se ha venido observando a lo largo de 2025. Esta tendencia, no obstante, podría verse alterada por la evolución del conflicto geopolítico de Oriente Medio y su impacto sobre los tipos de interés de referencia y la actividad de intermediación.

La evolución de otras partidas de la cuenta de resultados ha sido heterogénea, pero en conjunto ha compensado el descenso del margen de intereses. Entre los componentes que contribuyen a la mejora de la rentabilidad destaca el aumento de las comisiones netas, el descenso de las dotaciones distintas de los deterioros financieros, el descenso de los impuestos y el aumento de otros resultados de explotación. Esta mejora de otros resultados de explotación se debió en buena medida al menor ajuste por hiperinflación en los negocios de Argentina y Turquía⁴, un elemento de naturaleza puntual que podría no mantenerse. Por el contrario, la contribución de los gastos de explotación y de las pérdidas por deterioro de activos financieros ha sido negativa, aunque contenida.

La rentabilidad de los bancos con actividad internacional más significativa aumentó en el último año. El beneficio de estas entidades se incrementó en 2025 en varios de los principales países donde desarrollan su actividad, sobre todo en EEUU y Turquía. En sentido contrario, se redujo en Brasil y ligeramente en México. En cualquier caso, pese a este descenso, México continúa siendo el país extranjero con mayor contribución al resultado de estas entidades (véase gráfico A2.3.1.1.7 del anejo 2).

La rentabilidad del sector bancario español en 2025 se sitúa por encima de la media europea, apoyada en un mayor margen de intereses y en una mejor eficiencia operativa. Con datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) a diciembre de 2025, el ROA de los principales bancos españoles se situaba 25 pb por encima de la media europea (0,73 %; véase gráfico 3.3)⁵. Este ROA superaba también al del resto de los principales países europeos, salvo Italia (véase gráfico A2.3.1.1.8 del anejo 2). A esta mayor rentabilidad contribuyen un margen de intereses sobre ATM superior y una ratio de eficiencia⁶ considerablemente inferior a la de los bancos europeos, que más que compensan que el coste del riesgo sea superior para los bancos españoles.

4 Corresponden al negocio en el extranjero de los dos principales bancos del sector. Los principios internacionales recogidos en la normativa contable aplicable a los bancos españoles establecen unos supuestos penalizadores en la valoración de negocios cuya divisa funcional está sujeta a hiperinflación (véase *Norma Internacional Contable 29*). El menor crecimiento de los precios en Turquía y Argentina ha posibilitado reducir estas penalizaciones en 2025.

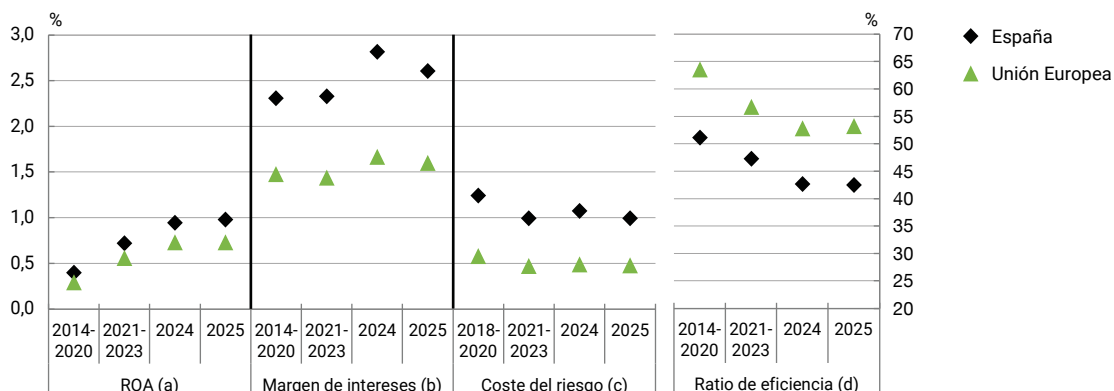
5 El ROA de España en este párrafo de comparativa europea difiere del ROA del párrafo inicial ya que el perímetro de entidades considerado es diferente. Para propósitos de comparativa europea se utilizan datos de la EBA, que se refieren a los principales bancos de la Unión Europea (UE), que, en el caso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

6 La ratio de eficiencia se define como gastos de explotación entre margen bruto, por lo que valores más bajos indican una mayor eficiencia.

Gráfico 3.3

La rentabilidad de los bancos españoles es superior a la media europea, a lo que contribuye un mayor margen de intereses y una mejor eficiencia operativa

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



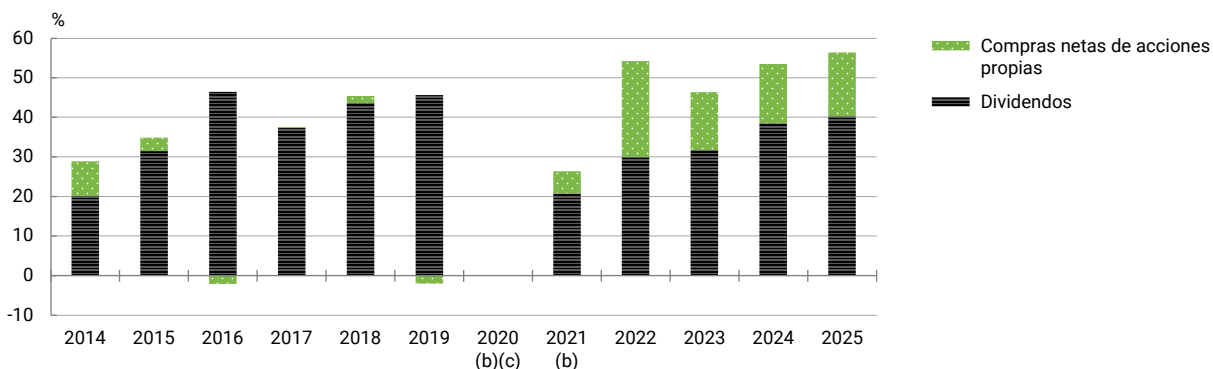
FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2025.

- a El ROA se define como los resultados netos sobre activos totales.
- b El margen de intereses se define como el ingreso neto por intereses sobre el total de activos generadores de ingresos.
- c 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.
- d La ratio de eficiencia se define como gastos de explotación entre margen bruto, por lo que valores más bajos indican una mayor eficiencia.

Gráfico 3.4

La mejora de la rentabilidad en los últimos años ha ido acompañada por un aumento de la distribución de beneficios desde el año 2022

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



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

- a La información sobre dividendos y compras netas de acciones se obtiene de los estados de capital y de cambios en el patrimonio neto. Así, parte del impacto contabilizado en patrimonio en un año determinado puede tener su origen en resultados obtenidos en años anteriores. Las compras de acciones se calculan netas de ventas y cancelaciones (estas últimas solo cuando se estima que no están vinculadas a reducciones de capital que neutralicen su impacto en patrimonio neto).
- 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.

La distribución de beneficios, mediante dividendos y compras netas de acciones propias⁷, aumentó en 2025, siguiendo la tendencia de los últimos años. La mejora del beneficio ha

⁷ La compra por una entidad en el mercado de sus propias acciones con finalidad de amortizarlas disminuye el número de estas, aumentando el beneficio por acción, lo que supone una forma de retribución al accionista.

venido acompañada por un aumento del porcentaje de este destinado a retribuir al accionista⁸ (véase gráfico 3.4). Esta mayor retribución al accionista aumenta el atractivo del sector bancario para los inversores, pero también tiene un coste de oportunidad en términos de una menor acumulación orgánica de capital.

3.1.2 Solvencia

La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) aumentó 0,5 pp en 2025, hasta situarse en el 13,9 %. Su incremento se debió al crecimiento interanual de casi el 5 % del capital CET1 (numerador de la ratio; véase gráfico 3.5.a). Este crecimiento del numerador se explica por la contribución positiva del resultado obtenido en 2025. En lo que respecta al denominador de la ratio, los activos ponderados por riesgo (APR) aumentaron un 1 % en 2025, reduciendo así la ratio. Este aumento de los APR se debe al incremento de los activos totales (véase sección 3.1.3), que fue en buena medida compensado por una reducción de su perfil de riesgo, medido por una menor densidad de los APR (véase gráfico 3.5.a)⁹. El aumento de la ratio de CET1 fue generalizado entre entidades (véase gráfico A2.3.1.2.2 del anejo 2).

Desde una perspectiva temporal más amplia, se observa un incremento significativo de las ratios de capital, tanto en España como en Europa. Desde 2007, la ratio de capital de nivel 1 ha aumentado de manera notable tanto en España como en Europa, mientras que también se observa una tendencia creciente en la ratio de CET1 desde su implantación en 2014 (véase gráfico 3.5.b). Esto ha permitido reforzar muy significativamente la capacidad de los bancos europeos para absorber perturbaciones negativas¹⁰.

El sistema bancario español continúa presentando unas ratios de capital inferiores a la media europea, diferencia que es menor en términos del capital voluntario. Así, en septiembre de 2025¹¹ la media europea de la ratio de CET1 era alrededor de 3 pp superior a la ratio española, si bien la distancia se redujo en el último año (a finales de 2024 la media europea era 3,4 pp mayor). Por su parte, las entidades españolas presentan una ratio de capital voluntario (diferencia entre la ratio de capital CET1 con la que cuentan y la que se les requiere)

8 Esta tendencia creciente se observa también para el conjunto de entidades europeas. En particular, la EBA, en su *Risk Assessment Report* de junio de 2025, señalaba que los beneficios distribuidos de los bancos europeos en 2024 alcanzaron el 50,6 % y que los planes de reparto de beneficios para 2025 ascenderían a un 55 % del beneficio correspondiente a 2024.

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

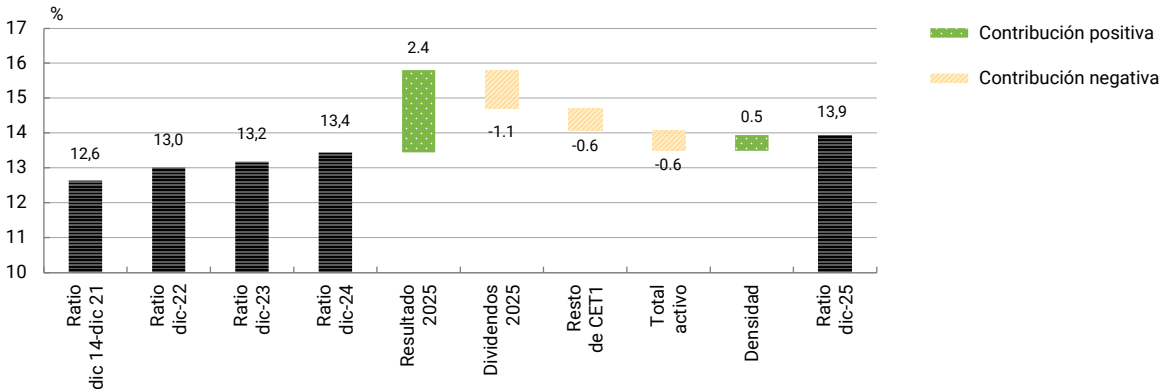
10 Por ejemplo, el aumento de capital de los bancos españoles les dotaría de una capacidad de resistencia frente a perturbaciones extremas como la Gran Crisis Financiera Global muy superior de la que disponían cuando ocurrió ese evento. Véase *recuadro 3.2* del IEF de otoño de 2025.

11 De acuerdo con los *Consolidated Banking Data* del BCE (a septiembre de 2025, últimos disponibles a fecha de cierre de este IEF). Unas diferencias similares a las que registra el *Risk Dashboard* de la Autoridad Bancaria Europea (véase panel izquierdo del gráfico A2.3.1.2.3 en el anejo 2).

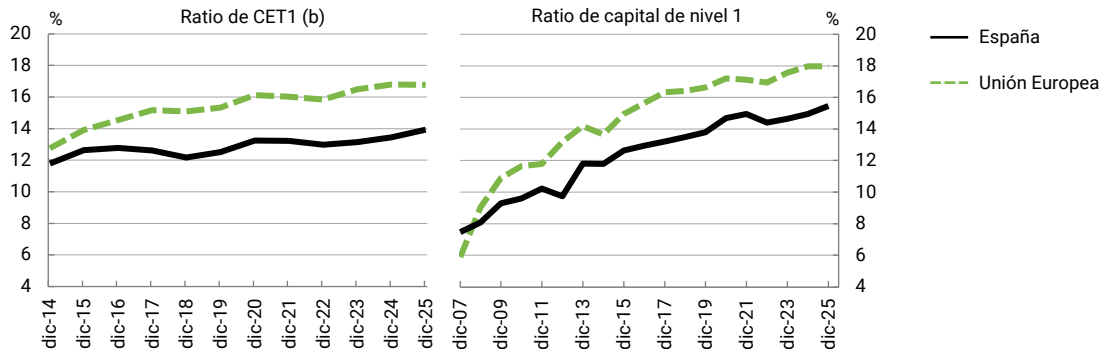
Gráfico 3.5

La ratio de CET1 creció en 2025, impulsada por el aumento del capital, y los niveles de solvencia acumulan una mejora muy notable desde 2007

3.5.a Descomposición de la variación de la ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1) en los principales componentes del numerador y del denominador. Datos consolidados (a) (b)



3.5.b Evolución de la ratio de CET1 y de la ratio de capital de nivel 1



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo. Última observación: diciembre de 2025 (salvo los datos europeos del gráfico 3.5.b, cuyo último valor real es septiembre de 2025, último disponible de los *Consolidated Banking Data* del BCE. Por este motivo, se presenta en el gráfico una estimación de su valor en diciembre mediante una regresión simple a partir de los valores del *Risk Dashboard* de la EBA, que sí está disponible en diciembre).

a, b Véase nota A2.3.1.2.1 del anejo 2.



1,4 pp inferior al promedio europeo¹², diferencia que se redujo en 0,3 pp respecto al valor de 12 meses antes.

La ratio de apalancamiento del sistema bancario español se mantuvo estable en 2025, a un nivel similar a la de otros países europeos. En diciembre de 2025, la ratio de apalancamiento del sector bancario español se situó en el 5,7 %, el mismo nivel que en diciembre de 2024, debido a que el crecimiento del capital de nivel 1 (numerador de la ratio) fue similar al de la exposición (denominador de la ratio; véase gráfico A2.3.1.2.4 del anejo 2). Tampoco se produjeron cambios relevantes en

¹² El dato de la EBA se refiere a junio de 2025 (último disponible) y considera únicamente requerimientos de CET1. La muestra incluye 164 bancos del área del euro, que en el caso de España corresponden a las 10 entidades significativas.

términos de la dispersión de la ratio entre entidades (véase gráfico A2.3.1.2.5 del anejo 2). La ratio de apalancamiento de los bancos españoles se sitúa en un nivel comparable al de los principales países europeos (véase panel derecho del gráfico A2.3.1.2.3 del anejo 2).

3.1.3 Balance consolidado

El activo consolidado de los bancos españoles continuó creciendo en el segundo semestre de 2025, especialmente debido al aumento de los activos financieros con contrapartes extranjeras. El crecimiento interanual del activo total en 2025 alcanzó el 4,7 %¹³ (véase anejo 1). Los activos financieros con contrapartes españolas aumentaron un 1,9 % interanual, mientras que el crecimiento de los activos financieros con contrapartes extranjeras fue del 6,3 %.

El pasivo consolidado creció en línea con el activo, acelerando su ritmo de crecimiento en la segunda parte del año, impulsado también por la evolución del negocio con contrapartes extranjeras. En 2025, el conjunto de pasivos¹⁴ de los bancos españoles aumentó un 4,7 % (véase anejo 1). Los pasivos financieros con contrapartes españolas aumentaron un 2,6 % interanual. Por su parte, los pasivos consolidados con contrapartes en el extranjero aumentaron un 5,9 % en 2025.

Los activos financieros negociables representaban en diciembre de 2025 el 17 % del activo total de los bancos. Dentro de este agregado, las tenencias de deuda soberana representaban el 13,4 % sobre el total activo al final del año pasado. Además, su volumen aumentó un 12,6 % en 2025, aunque su peso sobre el total activo solo creció moderadamente (0,9 pp). Este dinamismo se debió en gran parte a la deuda soberana extranjera, cuyo peso sobre el conjunto del activo se situó en el 7,6 % en diciembre de 2025, 0,8 pp más que un año antes. Por su parte, el peso de la deuda doméstica se mantiene estable en torno al 5,8 % del activo consolidado¹⁵ (véase gráfico A2.3.1.3.1 en el anejo 2 y un mayor detalle sobre la composición de estas tenencias en el negocio en Europa en el gráfico 3.20).

La exposición directa a Oriente Medio de los principales bancos españoles y de otros países europeos es limitada. En diciembre de 2025, los activos de las entidades españolas con contrapartes localizadas en Oriente Medio representaban un 0,4 % de su activo financiero total. Las exposiciones fuera de balance¹⁶ suponían apenas un 0,1 % adicional. Este nivel de exposición es similar al nivel medio de los principales bancos de otros sistemas europeos comparables, e inferior a la exposición de los bancos del Reino Unido (2,5 %) y de Francia y EEUU (0,8 %) (véase gráfico 3.6).

13 Tanto el activo como el pasivo consolidado, así como su evolución según la residencia de las contrapartes, incluyen la exposición correspondiente a dos filiales en el extranjero en proceso de venta por parte de dos entidades significativas.

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

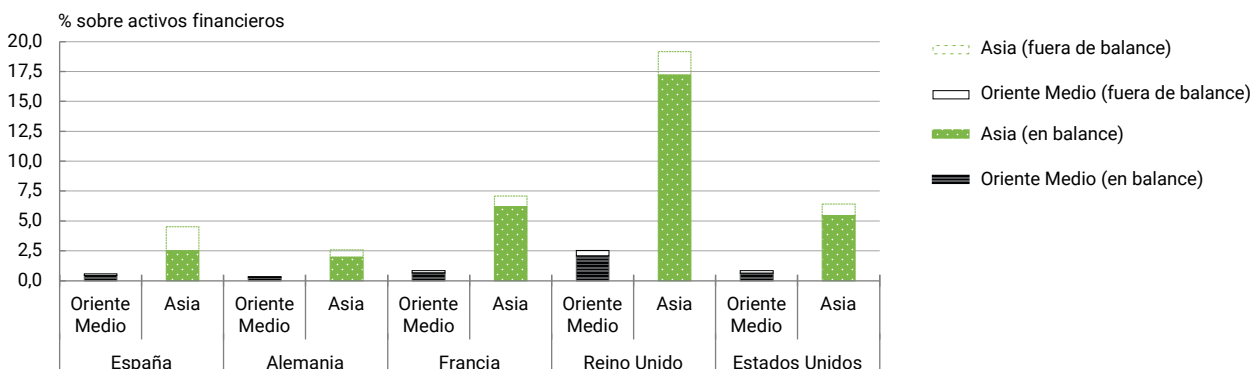
15 En una comparativa temporal más amplia, entre 2019 y 2025 el peso de la deuda soberana doméstica sobre el conjunto del activo aumentó en 0,8 pp.

16 Las exposiciones fuera de balance son compromisos financieros —tales como compromisos de préstamo concedidos, derivados o garantías financieras— que no se registran en el balance contable pero que pueden generar riesgos.

Gráfico 3.6

La exposición directa a Oriente Medio de los principales sistemas bancarios europeos y de otras economías avanzadas es reducida, pero los canales indirectos de efectos de la crisis en esta región posiblemente serán más relevantes

3.6 a Comparativa internacional de la exposición a las regiones afectadas por el conflicto en Oriente Medio. Datos consolidados



FUENTE: Banco de Pagos Internacionales (*Consolidated Banking Statistics*). Última observación: diciembre de 2025.



Aunque la exposición directa es contenida, existen otros canales de impacto que podrían afectar de forma más intensa a los bancos. Por una parte, existe un riesgo de impacto a contrapartes localizadas en Asia, región que podría verse afectada por la crisis energética más severamente que Europa, no solo por factores de precio sino también por riesgos a la baja sobre el abastecimiento (véase sección 5.1). En diciembre de 2025, la exposición en balance y fuera de balance de las entidades españolas a Asia se situaba en torno al 4,5 % del total de sus activos financieros, por debajo de los niveles de exposición de las entidades estadounidenses (6,4 %), francesas (7,1 %) e inglesas (19,2 %) (véase gráfico 3.6). Por otra parte, los efectos negativos de este conflicto sobre la evolución macroeconómica global podrían materializarse de forma más amplia sobre el conjunto del negocio bancario (véanse capítulo 5 y recuadro 5.2 para un análisis en profundidad de estos canales y riesgos).

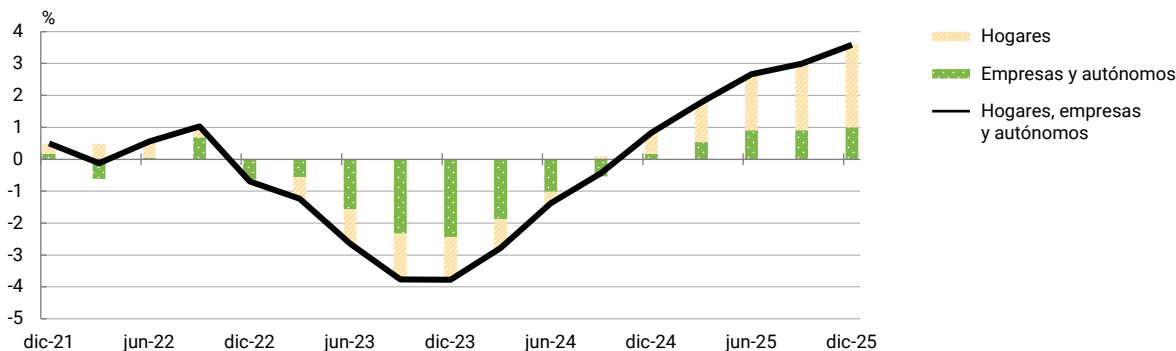
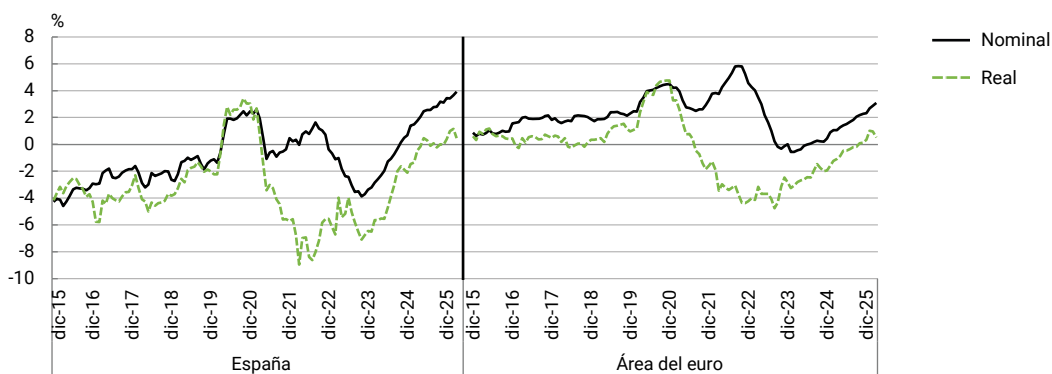
3.1.4 Actividad de préstamo

Variación del crédito

El crédito a los hogares, empresas y autónomos en España aumentó su ritmo de crecimiento en 2025. A lo largo del último año, la tasa de variación interanual del crédito al conjunto de estos sectores aumentó desde el 0,8 % registrado en 2024 hasta el 3,6 % en 2025 (véase gráfico 3.7.a).

En términos reales, este crecimiento del crédito en España ha sido también más alto en los últimos trimestres, igualándose en los primeros meses de 2026 con el del conjunto del área del euro. Esto refleja una normalización gradual tras el período de ajuste asociado al ciclo de endurecimiento monetario en 2022-2023. De acuerdo con los últimos datos disponibles, el

Gráfico 3.7

En España, el crédito ha continuado expandiéndose durante 2025, en términos tanto nominales como reales**3.7.a Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos residentes en España. Datos individuales de los negocios en España (a) (b)****3.7.b Tasas de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos en términos nominales y reales. Datos individuales de los negocios domésticos (c)**

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España. Última observación: diciembre de 2025 (panel a) y marzo de 2026 (panel b).

- 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 Crédito concedido a los sectores residentes en cada área geográfica.



crédito a estos sectores aumentó en términos reales el 0,5 % tanto en España como en el área del euro en marzo de 2026, un crecimiento real algo inferior al de los dos primeros meses del año a causa del repunte de la inflación vinculado al incremento de los precios de la energía (véase gráfico 3.7.b).

La aceleración del crédito en España durante el pasado año se observó tanto para empresas como para hogares, con algo más de intensidad en estos últimos. En los hogares, el crecimiento del crédito se intensificó desde el 1,2 % en 2024 hasta el 4,6 % un año después, apoyado en la mejora de la renta disponible, la solidez del mercado laboral y la estabilización de los tipos de interés de referencia en niveles inferiores a los de 2023-2024. El crédito a empresas y autónomos pasó de crecer un 0,4 % a hacerlo a un ritmo del 2,3 %, en un contexto de mayor actividad económica y de estabilización de las condiciones financieras. Como en los años previos, de nuevo fueron las empresas de mayor tamaño las que mostraron un mejor

comportamiento, con un crecimiento del 4,9 % en 2025. En conjunto, los hogares contribuyeron de forma más destacada al crecimiento del crédito total a estos sectores (véase gráfico 3.7.a). En los primeros meses de 2026, la tendencia al alza continúa tanto en hogares como en empresas.

Los hogares aumentaron el crédito destinado a adquisición de vivienda y a consumo. El saldo del crédito para adquisición de vivienda aumentó un 3,7 % en 2025 tras un avance del 0,5 % observado el año anterior, y supone la tipología de préstamo dominante en este sector¹⁷. Por su parte, el resto del crédito a hogares mostró también un notable impulso¹⁸, especialmente, como se ha mencionado ya en la sección 2.1, el destinado al consumo, que creció un 12 % en 2025 (4,7 pp más que en 2024). El aumento del crédito en esta cartera, que suele ofrecer una mayor rentabilidad a cambio de un mayor riesgo, ha contribuido a sostener el margen de intereses, como se ha discutido en la sección 3.1.1. En conjunto, fue la categoría de crédito a la vivienda la que más contribuyó en el último año al crecimiento de esta cartera (véase gráfico A2.3.1.4.1 del anejo 2).

En empresas, la evolución del crédito en 2025 se caracterizó por un crecimiento generalizado por sectores de actividad. Destaca que los sectores de construcción y actividades inmobiliarias registraron en 2025 una aportación positiva modesta al crecimiento del crédito empresarial (véase gráfico 3.8), tras un prolongado proceso de desapalancamiento iniciado con la crisis financiera global. Las tensiones de Oriente Medio, con un incierto alto el fuego en la guerra de Irán, pueden alterar esta buena evolución generalizada por sectores, siendo algunos de ellos más vulnerables al auge de los precios de la energía (véase recuadro 3.1).

En los últimos años, se ha mantenido relativamente estable la concentración sectorial de la cartera de préstamos a empresas. La mayoría de los bancos presentan índices de concentración reducidos, lo que refleja carteras ampliamente diversificadas por sector de actividad, mientras que solo un número limitado de ellos —principalmente entidades de menor tamaño— mostraron niveles más elevados, causados por una mayor especialización en determinados sectores de actividad, relacionados también con su concentración geográfica (véase gráfico A2.3.1.4.2 del anejo 2).

Por su parte, por tamaño de empresa se observa un peso creciente del crédito destinado a las más grandes. La distribución entre bancos del peso de las empresas de mayor tamaño en el crédito total a empresas y autónomos se ha desplazado de forma clara hacia valores más elevados en años recientes (véase gráfico A2.3.1.4.3 del anejo 2).

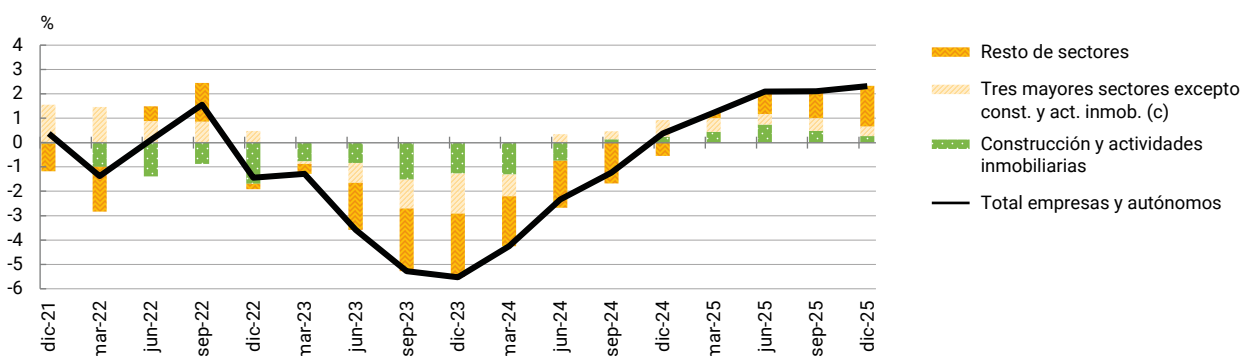
17 En el crédito a hogares, el destinado a adquisición de vivienda supone un 79,7 % del total en diciembre de 2025. Por su parte, el consumo y el resto de las finalidades suponen un 14,5 % y un 5,8 % respectivamente.

18 Dentro de las finalidades distintas a la de adquisición de vivienda se incluyen, además del consumo, la adquisición de terrenos, la de garajes y trasteros no asociados a la adquisición de vivienda, la compra de valores y la reunificación de deudas, entre otros. Además de las entidades de depósito, los establecimientos financieros de crédito (EFC), cuya evolución se muestra en la sección 3.2 de este capítulo, desempeñan un papel destacado en la concesión de crédito para finalidades de consumo. En el caso de estas entidades, el crecimiento interanual del crédito para consumo ha sido más moderado (0,1 %).

Gráfico 3.8

El crédito a empresas y autónomos creció de forma generalizada, incluyendo una contribución positiva moderada de las actividades de construcción e inmobiliarias

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



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

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

Apoyando el aumento de los saldos, el crédito nuevo en 2025 mostró un crecimiento sostenido y similar al del año anterior. La concesión de crédito nuevo a hogares, empresas y autónomos aumentó un 11,3 %, un ritmo solo ligeramente más bajo que en el año anterior (12,5 %). Este crecimiento fue más intenso en los hogares, donde el crédito nuevo creció un 19 %, impulsado especialmente por la financiación para vivienda (26,2 %). En contraste, el crédito nuevo a empresas y autónomos avanzó a un ritmo más moderado, del 9,3 %, frente al 13 % de 2024. No obstante, el total de crédito nuevo a empresas mostró un mayor dinamismo cuando se considera la contribución del crédito privado en que intervienen intermediarios no bancarios (véanse sección 3.2 y recuadro 3.2).

El indicador de *momentum*¹⁹ del crecimiento del crédito en España, que sintetiza la información más reciente sobre su evolución, confirma que la buena evolución del crédito continúa en los primeros meses de 2026. Este indicador ratifica así el patrón observado en las tasas de variación interanuales, y señala el dinamismo de la financiación bancaria en el tramo final de 2025 y primeros meses de 2026, tanto para hogares y autónomos como para empresas (véase gráfico 3.9).

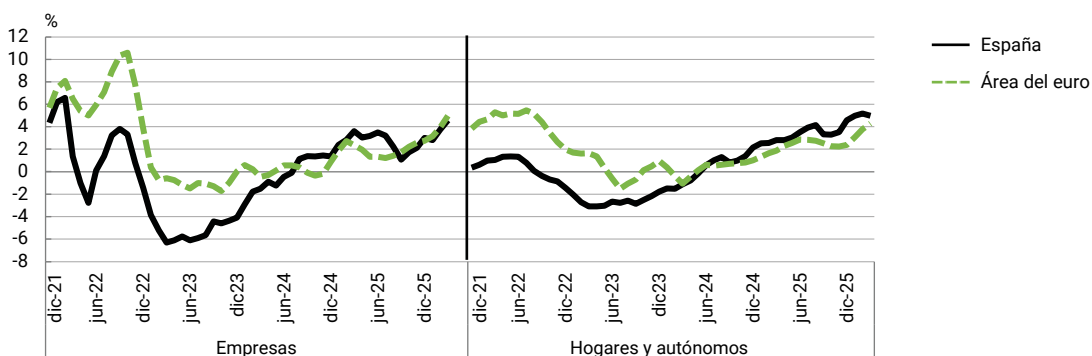
En el ámbito internacional, el crédito a residentes en el extranjero también mostró un comportamiento expansivo. En términos consolidados, el crédito con contrapartes privadas extranjeras creció un 5,6 % en tasa interanual, un avance algo inferior al registrado en 2024 (6,1 %). La evolución fue heterogénea entre las principales áreas de negocio (véase gráfico A2.3.1.4.4 del anejo 2).

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

Gráfico 3.9

El indicador de *momentum* del crecimiento del crédito en España aumentó en los últimos meses, superando al del área del euro en el caso de los hogares y autónomos

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



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: marzo de 2026.

- a Las categorías de empresas y autónomos designan, respectivamente, a los sectores institucionales de sociedades no financieras y empresarios individuales.
 b El indicador de *momentum* muestra la tasa de variación intertrimestral anualizada de la media móvil de tres meses del saldo desestacionalizado.
 c Se considera el crédito concedido a los sectores privados residentes en el negocio doméstico de las entidades bancarias españolas y del área del euro.

Calidad del crédito

Los conjuntos de préstamos a hogares y empresas clasificados como dudosos y en vigilancia especial continuaron descendiendo en 2025. El saldo de préstamos dudosos descendió un 15,5 % en tasa interanual, mientras los préstamos clasificados en vigilancia especial²⁰ disminuyeron un 8,1 %. El crecimiento de la actividad económica, la fortaleza del mercado laboral y la mejora de la renta de hogares y empresas, así como la gestión del riesgo por parte de las entidades, explican estas disminuciones.

Los descensos de préstamos dudosos y en vigilancia especial se observaron en la mayoría de las carteras de crédito a hogares y a empresas y autónomos. En el ámbito empresarial, el descenso en el saldo de dudosos en 2025 alcanzó el 14,6 % y fue generalizada entre los distintos sectores de actividad. En los hogares, esta caída fue del 16,7 %. En la cartera de consumo se produjo un incremento del 1 %, aunque inferior al registrado el año anterior (4 %). Por su parte, los préstamos en vigilancia especial también descendieron en la mayoría de las carteras, aunque se observó un incremento en la cartera de vivienda (4,4 %), que contrasta con el fuerte descenso del año anterior.

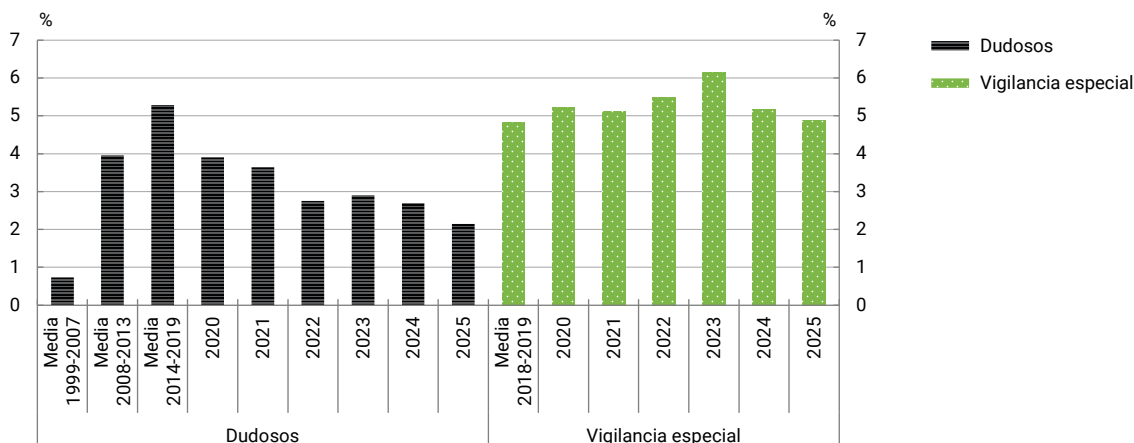
El crecimiento del crédito y, sobre todo, las mencionadas caídas de los préstamos dudosos y en vigilancia especial explican los descensos de las ratios de dudosos y de vigilancia especial.

²⁰ 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.

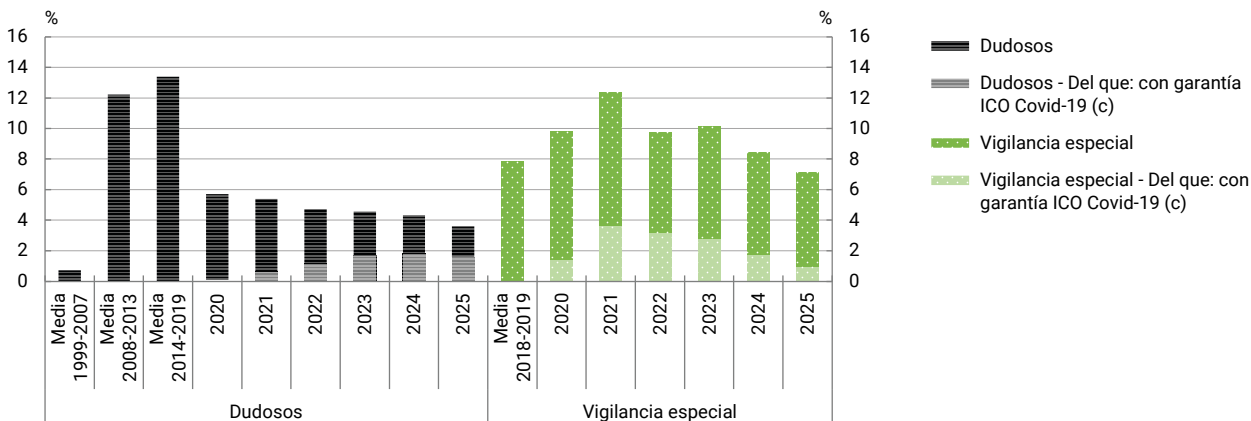
Gráfico 3.10

Las ratios de préstamos dudosos y en vigilancia especial siguieron descendiendo de forma generalizada

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



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



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

- a Crédito concedido por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
 b Las cifras correspondientes a empresas y autónomos se corresponden con los datos declarados para sociedades no financieras y empresarios individuales. En colores claros se muestra la contribución a la ratio de los créditos a sociedades no financieras y empresarios individuales con garantía ICO Covid-19
 c Referidos solo como garantía ICO en números anteriores de este Informe.



La ratio de préstamos dudosos del conjunto de hogares, empresas y autónomos disminuyó 0,6 pp, hasta situarse en el 2,8 % en diciembre de 2025. Esta reducción se observó tanto en empresas y autónomos (hasta situarse en el 3,6 %) como en hogares (hasta el 2,1 %). Estas tendencias también se observan en el peso de los préstamos clasificados en vigilancia especial (véanse gráficos 3.10.a y 3.10.b). Los datos de los primeros meses de 2026 confirman la continuación de la tendencia a la baja en la ratio de dudosos, situándose en marzo en el 2,7 % para el conjunto de hogares, empresas y autónomos.

Dentro de la cartera de empresas, el volumen de los préstamos con garantía pública ICO COVID-19^{21,22} continuó descendiendo, concentrándose la exposición remanente en mayor medida en préstamos problemáticos. El saldo vivo de estos préstamos se situó en diciembre de 2025 en 24,1 mil millones (mm) de euros, tras registrar una caída interanual del 37,8 %, que refleja el carácter cerrado de esta cartera, en la que no se conceden nuevas operaciones, y el estado avanzado de su amortización²³. En ese mismo período, los activos dudosos se redujeron un 9 %, mientras que los préstamos clasificados en vigilancia especial descendieron de forma mucho más acusada, un 41,4 %. No obstante, pese a este comportamiento favorable de los numeradores, la reducción del saldo total de la cartera tuvo un efecto mecánico sobre los ratios de calidad crediticia, de modo que la ratio de préstamos en vigilancia especial solo se redujo en 1,2 pp, mientras que la ratio de dudosos aumentó en 9,8 pp, hasta alcanzar respectivamente el 19,7 % y el 31,1 %²⁴.

Por su parte, las operaciones de refinanciación y reestructuración continuaron reduciéndose en 2025, prolongando la pauta descendente observada durante los últimos años²⁵. En concreto, del saldo de préstamos concedidos a los hogares a diciembre de 2024, un 0,1 % fue objeto de refinanciación o reestructuración en los 12 meses posteriores. En el caso de las empresas, esta proporción se situó en el 0,4 %. Estos valores se mantienen ligeramente por debajo de los observados en años recientes y muestran una reducción significativa respecto a los ejercicios comprendidos entre diciembre de 2020 y diciembre de 2023, cuando las tasas se situaban en el entorno del 0,2 % al 0,6 % para los hogares y del 0,6 % al 2 % para las empresas (véase gráfico A2.3.1.4.5 del anejo 2).

En sentido contrario, el flujo de renegociaciones y renovaciones de crédito a empresas y autónomos mostró un cierto incremento. Estas operaciones, que implican modificaciones contractuales con prestatarios sin señales de dificultad financiera, representaron en los 12 meses hasta diciembre de 2025 el 15,5 % del saldo existente en diciembre de 2024. Esta evolución prolonga la tendencia al alza observada en años anteriores, en un contexto marcado por variaciones en los niveles de los tipos de interés (véase gráfico A2.3.1.4.5 del anejo 2).

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

22 En diciembre de 2025, los préstamos ICO Covid-19 suponían el 84,4 % del total de préstamos con garantía del ICO, mientras el resto de los programas de garantías ICO (Ucrania, DANA, Vivienda y Aranceles) acaparaban el restante 15,6 %.

23 El plazo residual de las operaciones vivas sanas en diciembre de 2025 se situó ligeramente por encima de los 20 meses. De estas operaciones, el 90 % fueron concedidas antes de 2023. No obstante, las refinanciaciones y reestructuraciones pueden resultar en incrementos de los plazos residuales de las operaciones que entran en dudoso.

24 De haberse mantenido constante el tamaño de la cartera (denominador de la ratio) en su valor de diciembre de 2024, la proporción de los activos dudosos sobre el total habría descendido en 1,9 pp, hasta el 19,4 %. Bajo este mismo supuesto, la ratio de préstamos en vigilancia especial sobre el total se habría reducido en 8,7 pp, hasta el 12,3 %.

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

En el conjunto del negocio consolidado, la ratio de préstamos dudosos con contrapartes extranjeras no experimentó apenas variación en 2025. Así, se situó en el 3 % al final del año pasado, en línea con dato de cierre de 2024. A pesar de esta estabilidad agregada, el comportamiento fue heterogéneo por jurisdicciones (véase gráfico A2.3.1.4.6 del anejo 2).

Titulizaciones

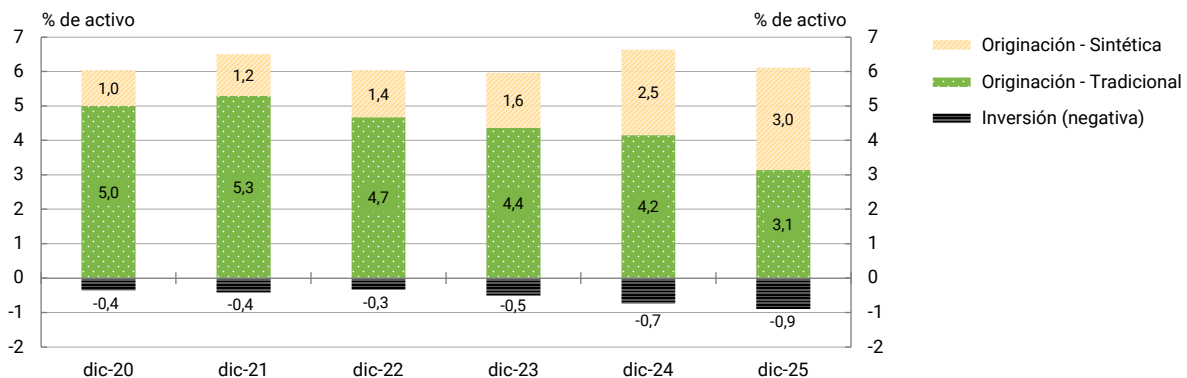
El saldo vivo de las titulizaciones originadas por los bancos españoles se mantuvo estable en 2025, destacando el incremento del peso de las titulizaciones sintéticas²⁶. El año pasado, el saldo vivo de las titulizaciones originadas sobre el activo total consolidado de las entidades bancarias activas en la originación o inversión en estos instrumentos financieros se situó en el 6,1 %, sin cambios reseñables con respecto al promedio del período 2020 y 2024 (6,2 %) (véase gráfico 3.11). Sin embargo, sí aumentó el peso de las titulizaciones sintéticas sobre el total originado, desde el 17 % en 2020 hasta el 49 % en diciembre de 2025, alcanzando un peso sobre el activo consolidado de un 3 %. Por su parte, la ratio del saldo vivo de la inversión en titulizaciones sobre el activo total consolidado fue del 0,9 % en diciembre de 2025.

El flujo de nuevas titulizaciones originadas en el negocio en España aumentó respecto al año pasado, pero se mantiene en niveles comparables al del período reciente. La ratio del importe

Gráfico 3.11

Se mantiene estable la actividad de titulación en relación con el balance consolidado, aunque el peso relativo de las titulizaciones sintéticas crece

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



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

a La muestra utilizada para construir este gráfico incluye aquellas entidades cuyos saldos vivos de originación o inversión son positivos en al menos un mes del período diciembre de 2020-diciembre de 2025. El análisis se basa en datos consolidados a nivel de grupo bancario. La barra correspondiente a «Originación-Sintética» («Originación - Tradicional») se calcula como la ratio entre el valor agregado del saldo vivo de titulizaciones sintéticas (tradicionales) originadas sobre el valor del activo total consolidado. La barra correspondiente a «Inversión» (presentada en escala negativa, al disminuir la externalización neta de riesgos de crédito mediante el uso de titulizaciones) se construye de manera análoga, utilizando el valor agregado del saldo vivo de inversión en el numerador.

26 En una titulación tradicional, el originador transfiere la propiedad de los activos fuera de su balance a una entidad creada ad-hoc, que emite títulos basados en los flujos de efectivo de dichos activos. Por el contrario, las titulizaciones sintéticas implican la transferencia de la totalidad o una parte del riesgo de crédito a una contraparte, mientras que el banco conserva la propiedad de los activos subyacentes.

de las nuevas operaciones de originación respaldadas por préstamos generados en España sobre las nuevas operaciones de crédito a hogares y empresas en España alcanzó el 12,2 % en diciembre de 2025, 3,3 pp por encima del nivel observado en diciembre de 2024 y en línea con el promedio del período 2020–2024 (12,4 %) (véase gráfico A2.3.1.4.7 del anejo 2).

3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez

Coste de financiación

En el segundo semestre de 2025 prosiguió el descenso en el coste medio del pasivo de los bancos españoles a nivel consolidado, aunque a un ritmo menor que el observado en la primera parte del año. El coste medio del pasivo se situó en el 2,6 % en la segunda parte del año, frente al 2,7 % del primer semestre y al 3,1 % alcanzado un año antes (véase gráfico 3.12). Todas las partidas de pasivo contribuyeron a este descenso. Destacaron, en particular, los depósitos de hogares y empresas debido a su elevado peso en la estructura de financiación de los bancos (57,3 % del pasivo) y también, aunque en menor medida, de la financiación procedente del mercado interbancario (8,4 % del pasivo) y de los depósitos de otras empresas financieras (6,9 % del pasivo) (véase también el Anejo I para información más detallada de la composición del pasivo consolidado).

El coste medio de la financiación en el negocio en España es menor que a nivel consolidado y se ha visto favorecido por la contención en el coste medio de los depósitos de hogares y empresas. El coste medio del pasivo en la actividad en España se situó en el 1,4 % en el segundo semestre de 2025. La remuneración de los depósitos de hogares y empresas (54 % del conjunto del pasivo en España) representó apenas un 21 % del coste total, debido a su reducido coste unitario (véase gráfico A2.3.1.5.1 del anejo 2).

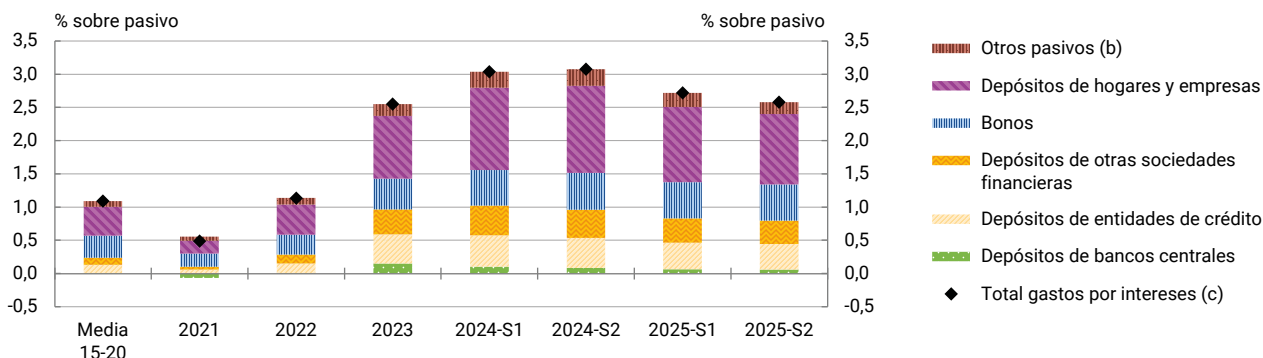
La traslación de la caída en los tipos de interés de referencia al coste de los depósitos en España, aunque contenida, contribuyó a reducir el coste medio de financiación en 2025. En diciembre del año pasado, este proceso se habría prácticamente completado, atendiendo a la progresiva estabilización de la curva de traslación (véase gráfico 3.13). La traslación acumulada al cierre de 2025 alcanzaba el 28 % en el caso de los depósitos de empresas y el 8 % en el de los hogares. Estos niveles de traslación son inferiores a los observados en el conjunto del área del euro (34 % para empresas y 18 % para hogares), lo que se debe, en parte, a la menor traslación que también se produjo durante el ciclo de endurecimiento monetario precedente²⁷. En conjunto, el coste de la financiación a través de depósitos ha mostrado una sensibilidad moderada a los cambios en los tipos de referencia en el período posterior a la pandemia.

²⁷ Para más información sobre la limitada sensibilidad de los tipos de interés de los depósitos en España durante el último ciclo de endurecimiento monetario, véase Banco de España (2023). *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 94 y 95. Adicionalmente, en Alejandro Ferrer, Gergely Ganics, Ana Molina y José María Serena. (2023). «The EURIBOR surge and bank deposit costs: An investigation of interest rate pass-through and deposit portfolio rebalancing». *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 44, pp. 9-38 se lleva a cabo un análisis en profundidad de los vínculos entre el coste de los depósitos bancarios y el euríbor, tanto en España como en los principales sistemas bancarios europeos.

Gráfico 3.12

La caída del coste medio del pasivo financiero tendió a estabilizarse en la segunda mitad de 2025

3.12.a Gastos por intereses sobre pasivo. Datos consolidados (a)



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

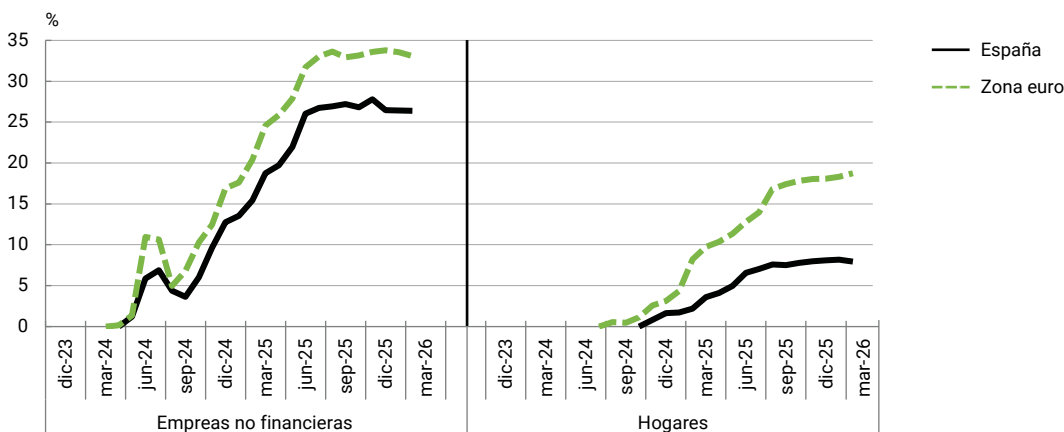
- a Los datos de 2025 excluyen, tanto en los gastos por intereses (numerador) como en el conjunto del pasivo (denominador), los importes del negocio afectados por la venta de sendas filiales en el extranjero por parte de dos entidades significativas.
- b Incluye intereses pagados por los depósitos de las Administraciones Públicas y otros gastos por intereses asociados a otros pasivos financieros y a otros pasivos.
- c Excluye gastos asociados a derivados por coberturas de tipos de interés.



Gráfico 3.13

La traslación de la caída en los tipos de interés de referencia al coste medio de los depósitos en España se habría prácticamente completado a cierre del año pasado

3.13.a Traslación acumulada de la caída del euríbor al tipo de interés medio de los depósitos de empresas y hogares por parte de las entidades españolas y del área del euro en su actividad doméstica (a)



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: febrero de 2026.

- a El tipo de interés medio de depósito en cada fecha se calcula como una media ponderada del tipo de interés medio de los depósitos a la vista y a plazo. En cada fecha, la traslación se define, en puntos porcentuales, como el cociente entre la variación acumulada por el tipo de interés medio de depósito desde la fecha en que este comienza a descender (entre marzo y octubre de 2024, dependiendo de la cartera y el área geográfica) y la variación máxima experimentada por el euríbor a 12 meses desde el inicio del ciclo de caída y hasta dicha fecha (la máxima caída del euríbor a doce meses es de 2,1 pp y se alcanzó en julio de 2025). Aunque ambas variaciones son negativas (descensos), el cociente es una magnitud positiva, y mayor cuanto mayor es la traslación.

El volumen de emisiones de deuda de los bancos españoles se redujo en 2025. Para los principales bancos españoles, estas representaron un 1,7 % de su activo en 2025, frente al 2,4 % que alcanzaron en los dos años anteriores, caracterizados por la necesidad de emitir

instrumentos financieros que cumplieran con los requerimientos MREL²⁸ y por la necesidad de sustituir financiación de bancos centrales por el endurecimiento de la política monetaria. Esta tendencia a la baja se observó también en el resto de los principales bancos del área del euro (4,3 % en 2025, frente al 4,9 % de promedio en 2023-2024)²⁹ (véase gráfico A2.3.1.5.2 del anejo 2). La acumulación de un volumen suficiente de instrumentos para cubrir requerimientos de resolución³⁰, algo conseguido ya en 2024, habría influido en una menor necesidad de emisiones de 2025, en particular en los bancos españoles.

La prima de riesgo de la deuda bancaria europea en el mercado secundario repuntó solo de forma moderada y transitoria tras el inicio de la guerra en Irán. Tanto en el caso de los bancos españoles como en el conjunto de los europeos, el aumento de la rentabilidad³¹ durante el mes de marzo vino dado, fundamentalmente, por un incremento del tipo libre de riesgo (reflejado en el tipo OIS³² a diez años del área del euro) (véase gráfico 4.11 de la sección 4.2). Así, el diferencial, que captura la prima de riesgo de crédito asociado a las emisiones bancarias, repuntó solo de forma moderada en ese mes, para descender después a los niveles previos al inicio de la guerra. En comparación, los repuntes observados durante el episodio de tensiones comerciales de abril de 2025 fueron significativamente mayores (véase gráfico 3.14).

El coste de capital de los bancos españoles cotizados es similar al de sus pares europeos y la rentabilidad bancaria en el período reciente lo excede holgadamente. El coste de capital³³ de los principales bancos cotizados españoles se redujo a en torno al 8,0 % a finales de 2025, con un repunte en marzo de 2026 hasta el 9,3 %, el mismo nivel observado a finales de 2024 (véase gráfico 3.15). Estos valores están ligeramente por debajo de los correspondientes a sus pares europeos (8,8 % en 2025, 9,9 % en marzo de 2026 y 10,1 % en 2024). En ambos casos el

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.

29 La diferencia persistente en el nivel de volumen de emisiones en España y en el área del euro se explica fundamentalmente por el menor plazo de vencimiento de las emisiones en el conjunto de la unión monetaria.

30 La Junta Única de Resolución monitorea regularmente el cumplimiento de los requerimientos de MREL por parte de las entidades de la Unión Bancaria, y las emisiones que hacen las entidades de crédito en los mercados para ello, en el *MREL Dashboard*. Este informe documenta cómo las entidades han ido incrementando gradualmente sus niveles de instrumentos computables como MREL, registrándose a partir de 2024 una fuerte reducción de los incumplimientos, gracias a las emisiones en los mercados registradas en 2022, 2023 y 2024; concurriendo con el cumplimiento de los requerimientos, se han reducido las emisiones en los mercados de instrumentos computables como MREL, en la mayoría de las jurisdicciones. Para un análisis específico de las entidades españolas, véase Ibáñez et al. (2024) *El sector bancario del área del euro ante los requerimientos MREL: ¿un reto para los bancos medianos?*. *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera.

31 El diferencial OAS (*option-adjusted spread*) es una medida del riesgo de crédito que se calcula como la diferencia entre la rentabilidad de un instrumento de renta fija —en este caso, las emisiones de deuda sénior de los bancos— y el tipo libre de riesgo, descontando la prima asociada a la opción de recompra, en el caso de instrumentos con opciones.

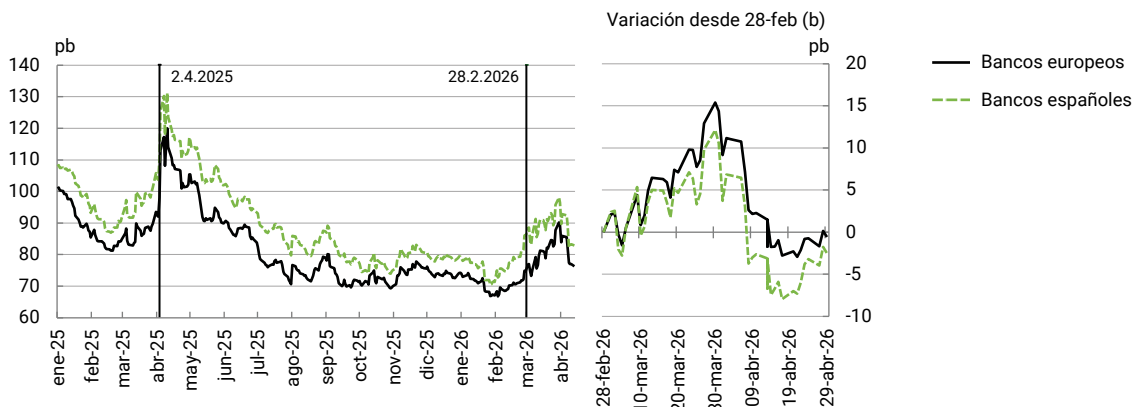
32 La tasa OIS (*Overnight Index Swap*) es considerada la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en el área del euro. Es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día.

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

Gráfico 3.14

La prima de riesgo de la deuda bancaria europea en el mercado secundario se mantiene contenida, con un repunte limitado y solo transitorio por el inicio de la guerra en Irán

3.14.a Diferencial OAS de las emisiones de deuda sénior de los bancos españoles y europeos (a)



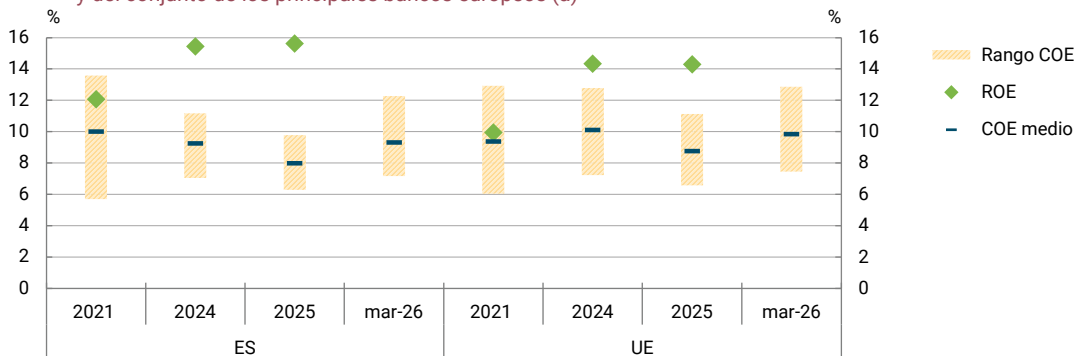
FUENTE: Bloomberg. Última observación 29 de abril de 2026.

- a El diferencial OAS (*option-adjusted spread*), se calcula como el diferencial entre la rentabilidad de un instrumento de renta fija denominado en euros —en este caso las emisiones de deuda sénior de los bancos— y el tipo libre de riesgo, descontando la prima en caso de instrumentos con opciones. Las líneas verticales marcan la fecha de inicio de las tensiones comerciales derivadas de la imposición de aranceles por parte de EEUU (2.4.2025) y del inicio del conflicto en Oriente Medio (28.2.2026).
- b Variación acumulada del diferencial OAS desde el 28 de febrero, expresada en puntos básicos.

Gráfico 3.15

En el período reciente, la rentabilidad de los bancos españoles excede holgadamente su coste de capital estimado, situándose este en un nivel similar al de sus pares europeos

3.15.a Coste de capital (COE) y rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de los principales bancos cotizados españoles y del conjunto de los principales bancos europeos (a)



FUENTES: Banco de España, Thomson Reuters, Consensus Economics y S&P Capital IQ. Última observación: marzo de 2026.

- a Los datos mostrados corresponden al promedio ponderado por valor de mercado de los valores de los principales bancos cotizados de España (ES) y de la Unión Europea (UE). El coste de capital medio se calcula como el promedio de cuatro modelos de descuento de dividendos: Ohlson y Juettner-Nauroth (2005), Ohlson y Juettner-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. El rango mostrado (Rango COE) es la diferencia entre la estimación más alta y la más baja.

coste de capital está sensiblemente por debajo de la propia rentabilidad sobre fondos propios³⁴, especialmente para los bancos españoles.

³⁴ Un coste de capital por debajo de la rentabilidad sobre fondos propios indica que el banco está creando en el período actual un valor superior al retorno requerido a largo plazo por los inversores para comprar sus acciones, lo que puede estimular la demanda a corto plazo de estas.

Liquidez

Las ratios de liquidez de los bancos españoles se mantienen ampliamente por encima del mínimo regulatorio. La ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) se situó en el 170,4 % en marzo de 2026, frente al 171,3 % alcanzado un año antes. 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, alcanzó el 134,7 % al cierre de 2025, nivel similar al observado en diciembre de 2024 (135 %). Ambas métricas se sitúan holgadamente por encima del umbral mínimo exigido del 100 % y están en línea, en el caso de la ratio LCR, o por encima, en el caso de la NSFR, de los niveles medios observados para las principales entidades bancarias europeas³⁵.

3.2 Sector financiero no bancario

Evolución del conjunto del sector financiero no bancario

En 2025, el sector financiero no bancario (SFNB) contribuyó en menor medida que el bancario al crecimiento del activo financiero en España. Esta evolución contrasta con la de los dos años previos, en los que fue más expansivo (véase gráfico 3.16.a). Además, a finales del año pasado, el peso del SFNB sobre el total del activo financiero en España seguía siendo reducido, situándose en torno al 34 % (véase gráfico 3.16.b). Los fondos de inversión siguen desempeñando el papel más relevante en el crecimiento del SFNB en nuestro país, si bien su expansión se ha moderado (véanse de nuevo los gráficos 3.16.a y 3.16.b).

En el conjunto del área del euro, el SFNB muestra una mayor relevancia. En primer lugar, su contribución a las dinámicas de crecimiento es mayor (véase gráfico A2.3.2.1 del anejo 2). Además, en términos de peso sobre el total del activo financiero, el SFNB representaba aproximadamente el 61 % en el conjunto del área del euro en diciembre de 2025. Los fondos de inversión y otros intermediarios financieros no bancarios son los segmentos más relevantes, con un 22 % y un 26 %, respectivamente (véase gráfico 3.16.b).

Fondos de inversión

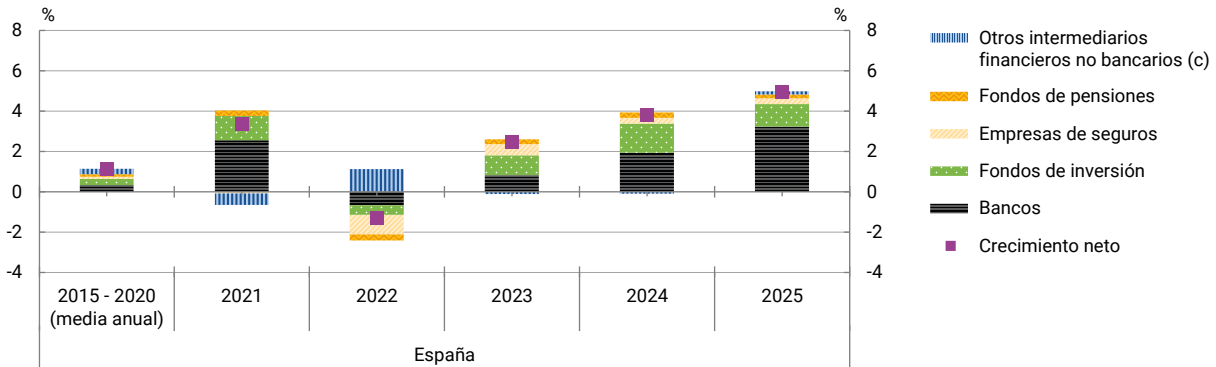
El activo total de los fondos de inversión españoles creció un 13,4 % interanual a finales de 2025. Todas las categorías de fondos han aumentado sus activos. En conjunto, este aumento ha estado impulsado, sobre todo, por las suscripciones netas y, en menor medida, por el efecto de la revalorización. Esta tendencia expansiva también se observó en el área del euro, donde el aumento con respecto a finales de 2024 fue del 9,5 %.

³⁵ De acuerdo con los datos de la EBA, que se refieren a los principales bancos de la UE, la ratio LCR a diciembre de 2025 se situaba en el 161,8 % en el caso de las principales entidades españolas y en el 163,1 % en el caso de las europeas. La ratio NSFR de las principales entidades españolas era del 132,5 %, frente al 126,9 % en el caso de las europeas.

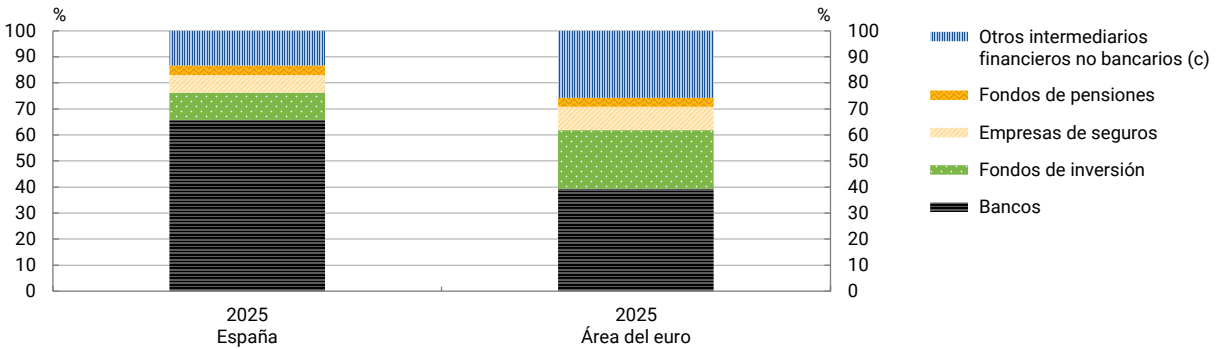
Gráfico 3.16

El SFNB ha contribuido en 2025 menos que el sector bancario al crecimiento del activo financiero en España, del que representa un porcentaje significativamente inferior al observado en el área del euro

3.16.a Contribución de cada sector al crecimiento del activo financiero en España. Datos a nivel no consolidado (a) (b)



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



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

a, b Véase la nota A2.3.2.4 del anejo 2.

c Esta subcategoría engloba, entre otros intermediarios, sociedades y agencias de valores, fondos de titulización, entidades de pago y sociedades holding. Para una relación más exhaustiva de los elementos que la componen, véase la nota A2.3.2.4 del anejo 2.

Los fondos de inversión domiciliados en España mantuvieron un perfil de riesgo contenido y estable en la segunda mitad de 2025. La ratio de apalancamiento, definida como el cociente entre los activos totales gestionados por los fondos de inversión y el valor de las participaciones emitidas, se mantuvo en niveles reducidos y similares al primer semestre del año, sin que ninguna categoría de fondos superase el 103 %, nivel claramente inferior al observado en los fondos del resto del área del euro y de EEUU³⁶. No se observa tampoco un uso significativo de derivados para incrementar de forma sintética este apalancamiento³⁷. Además, para los fondos de renta variable y fija, el riesgo de liquidación de activos debido a posibles necesidades

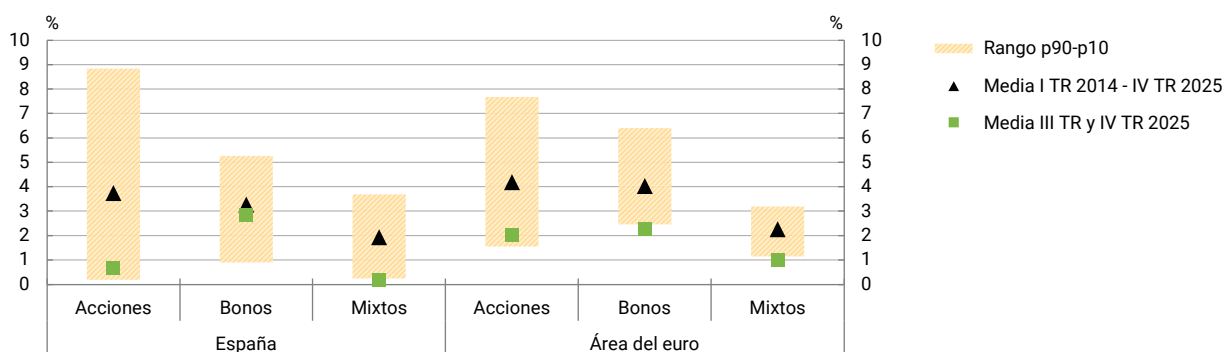
³⁶ Véanse el *Informe de Estabilidad Financiera de Otoño 2025* del Banco de España y el *Financial Stability Report* de noviembre 2025 del *Board of Governors of the Federal Reserve System*. En el área del euro, los fondos de inversión libre y los fondos inmobiliarios son los que presentan un mayor nivel de apalancamiento, con ratios del 149 % y del 124 %, respectivamente, a diciembre de 2025.

³⁷ Las ratios de apalancamiento sintético (sumando el notional de los contratos de derivados al activo total del denominador) de los fondos domiciliados en España a finales de 2025 eran del 109,3 % para los de renta fija, 112,9 % para los de renta variable y 121,2 % en los mixtos. Además de la información agregada, los datos individuales de EMIR muestran que la exposición de los fondos españoles a derivados es muy limitada: el fondo mediano, en todos los segmentos de inversión, presenta una exposición nula o prácticamente nula.

Gráfico 3.17

El porcentaje de activos de fondos de inversión potencialmente afectados por reembolsos elevados es contenido con respecto a los niveles observados desde 2013

3.17.a Activos en riesgo de liquidación por perfil de inversión. España y área del euro (a) (b)



FUENTE: Refinitiv Lipper for Asset Management.

a, b Véase la nota A2.3.2.5 del anejo 2.

de reembolsos se encuentra en niveles reducidos respecto a los registrados en la última década, algo que también se observa de forma general para el área del euro (véase gráfico 3.17)³⁸. Este perfil aporta resiliencia a los fondos españoles y de otros países europeos frente a posibles perturbaciones de mercado y reduce su capacidad de transmitir tensiones. No obstante, por la naturaleza de estas entidades, su patrimonio y base de partícipes seguirían siendo sensibles a correcciones de mercado intensas y abruptas (véase capítulo 4).

Los fondos de inversión españoles mantuvieron en la segunda mitad de 2025 niveles de liquidez estables. Las ratios medias de liquidez se situaron en el 5,6 % para los fondos de renta variable, el 5 % para los de renta fija y el 4 % para los mixtos en la segunda mitad de 2025, niveles todos superiores a los del conjunto del área del euro (véase gráfico A2.3.2.3 del anejo 2)³⁹. Aunque estos niveles de liquidez son relativamente reducidos en términos históricos, son coherentes con un riesgo de liquidación que es también contenido⁴⁰.

38 Un fondo se considera en esta situación cuando su ratio de flujos netos de capital sobre el total de activos se sitúa por debajo del percentil 10 de la distribución histórica de esa ratio (IV TR 2013 - IV TR 2025) para los fondos con el mismo perfil de inversión. En ese caso, se considera afectada únicamente la parte del activo equivalente al importe de los reembolsos que superan ese umbral histórico. Por ejemplo, si un fondo registra flujos netos del -10 % de sus activos y el percentil 10 histórico es del -5 %, se estima que el 5 % de los activos del fondo están potencialmente afectados por reembolsos elevados.

39 La ratio de liquidez se define como el cociente entre la proporción de depósitos y tesorería sobre el total de activos gestionados. Se trata de una definición restrictiva de liquidez, ya que los fondos también disponen de otros activos de alta calidad, como las tenencias de deuda pública denominada en euros, fácilmente convertibles. Esta medida permite comparar históricamente la liquidez con la de los fondos del área del euro según distintos perfiles de inversión. No obstante, existen métricas alternativas más amplias para las que solo se dispone de información de los fondos domiciliados en España. Por ejemplo, la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA, por sus siglas en inglés) de nivel 1 —que además de tesorería y depósitos incluye deuda pública de alta calidad— se situaba en diciembre de 2025 en el 27,9 % para los fondos de renta fija, el 8,22 % para los de renta variable y el 18,3 % para los mixtos.

40 Existen herramientas de gestión de liquidez, como el *swing pricing*, que permiten a las gestoras ajustar el valor liquidativo del fondo en situaciones de estrés. Este ajuste penaliza a los inversores que reembolsan en esos momentos, protegiendo a quienes permanecen en el fondo, evitando la dilución de su inversión y reduciendo la presión de liquidez al desincentivar los reembolsos y la necesidad de mantener elevados niveles de activos líquidos. En España, no obstante, su aplicación se remonta a varios años atrás.

No obstante, a nivel global persisten algunas preocupaciones sobre las vulnerabilidades financieras en este sector. En particular, algunos fondos de inversión abiertos y fondos de cobertura (*hedge funds*), que toman más riesgo en relación con su apalancamiento y liquidez, pueden amplificar potenciales correcciones en los mercados financieros. Estas entidades podrían afrontar la necesidad de ventas forzadas para cubrir los incrementos de necesidades de liquidez en escenarios de mercado adversos, presionando a la baja de forma adicional las valoraciones de mercado⁴¹.

Crédito Privado

En el periodo reciente se han producido tensiones en el sector de crédito privado a empresas en EEUU⁴². Distintos casos de insolvencias y fraude en empresas receptoras de esta forma de financiación (p. ej., *First Brands, Tricolor*), y limitaciones de liquidez en algunos fondos especializados (p. ej. *Blue Owl*) han reducido la confianza de los inversores en este tipo de operaciones (véase recuadro 3.2). Un endurecimiento de las condiciones financieras globales podría generar una materialización de riesgos de crédito y liquidez, y la falta de transparencia sobre algunas inversiones del sector dificulta la valoración de riesgos.

En España y en el conjunto del área del euro no se han producido en este sector señales de alarma comparables a las observadas en EEUU. El crédito privado representa un peso limitado pero creciente de la financiación a empresas españolas y para otras europeas. Para estas, el análisis de microdatos no detecta un perfil de riesgo significativamente más elevado en aquellas empresas que recurren al crédito privado. No obstante, este crecimiento está impulsado en buena medida por la disposición a prestar fondos por parte de entidades de EEUU y de otras geografías fuera del área del euro (véase de nuevo recuadro 3.2). Así, perturbaciones externas al ámbito europeo (por ejemplo, cambios en la política monetaria de EEUU) podrían frenar esta expansión reciente, reducir el acceso a esta forma de financiación o empeorar las condiciones en las que se concede.

Fondos de pensiones

Las prestaciones pagadas por los fondos de pensiones españoles continuaron superando en 2025 las aportaciones brutas recibidas, aunque en menor medida que el año previo. Como resultado, en 2025 se registró una salida neta de capital de los fondos de pensiones de 369 millones de euros, equivalente al 0,3 % del activo total de 2024. Esta cifra es inferior a los 608 millones de euros de salidas netas registradas en 2024, que representaron

41 Véase la discusión de riesgos de SFNBs apalancadas en el *Global Financial Stability Report* de abril 2026 del Fondo Monetario Internacional.

42 El crédito privado se refiere a la actividad de provisión de préstamos en la que participan entidades distintas a los bancos, como fondos de inversión especializados. Es posible la participación conjunta en préstamos de entidades bancarias y no bancarias.

aproximadamente un 0,5 % del activo de 2023. No obstante, el activo total de los fondos de pensiones se incrementó un 4,6 % en 2025, hasta situarse cerca de los 138 mm de euros, debido fundamentalmente a las rentabilidades positivas de los mercados financieros, que compensaron las aportaciones netas negativas⁴³.

La rentabilidad del sector se mantiene en un nivel elevado, a pesar de su moderación con respecto a años recientes. En 2025, la rentabilidad media a un año de los fondos de pensiones fue del 6 %, frente a una media anual del 8 % entre 2023 y 2025. Aun así, esta rentabilidad a corto plazo de 2025 se sitúa muy por encima de la media de los últimos 20 años, que fue del 3,2 %. Las rentabilidades elevadas del pasado reciente reflejan el buen comportamiento de los mercados financieros.

Empresas de seguros

Los activos de las empresas de seguros crecieron un 4 % interanual hasta diciembre. Esta evolución estuvo impulsada por las tenencias de acciones y participaciones en fondos de inversión, que registraron un crecimiento interanual del 12 % y alcanzaron un peso cercano al 20 % del total de activos. Por su parte, los valores representativos de deuda crecieron el último año un 2,7 % y continuaron constituyendo el principal componente del activo del sector, con un peso ligeramente inferior al 70 % del total (véase gráfico A2.3.2.2 del anejo 2).

En términos de rentabilidad, el sector asegurador continuó mostrando una evolución favorable al cierre de 2025. Así, la tasa de rentabilidad mejoró hasta el 16,5 % en el cuarto trimestre de 2025, lo que supone un incremento de en torno a 2 pp en términos interanuales. La evolución de los ingresos por primas, especialmente en el negocio de seguros de vida, fue favorable, con un crecimiento interanual del 13,8 %, y contribuyó a este avance de la rentabilidad.

Por su parte, la solvencia del sector se mantuvo estable en niveles elevados. La ratio de fondos propios admisibles sobre el requerimiento de capital de solvencia obligatorio (SCR, por sus siglas en inglés) se redujo solo levemente, hasta el 238,8 %. Este nivel está muy próximo a los valores registrados al cierre de 2024 y en línea con la estabilidad observada desde 2016.

Establecimientos financieros de crédito

Los establecimientos financieros de crédito (EFC) han registrado un incremento muy moderado del crédito concedido en 2025, al tiempo que han continuado reduciendo su cuota de mercado en el segmento de crédito al consumo. El crédito de estas entidades al conjunto de hogares, empresas y autónomos creció un 0,2 % en 2025, frente al descenso del 1,4 % del año

⁴³ Las aportaciones netas negativas a un fondo de pensiones se calculan obteniendo la diferencia entre las aportaciones brutas y las prestaciones.

anterior. Esta evolución se debió al mejor comportamiento en la cartera de empresas, que creció un 4,7 % (-8,4 % en 2024), mientras que el segmento de crédito al consumo –que representa el 47,5 % sobre volumen total de crédito concedido– creció un 0,1 %, que contrasta con el aumento del 9,1 % en el año anterior. La cuota de mercado de los EFC en el conjunto del crédito al consumo concedido por EFC y bancos se redujo en 1,8 pp desde diciembre de 2024, hasta el 18,9 %.

La ratio de dudosos del crédito concedido por EFC ha mejorado en el último año y, en el segmento de consumo, pese a elevarse ligeramente, se mantiene por debajo de la observada en el sector bancario. La calidad crediticia de los préstamos de estas entidades continuó mejorando, situándose la ratio de dudosos del conjunto de créditos en el 4,9 % (-0,8 pp con respecto a 2024) y la de vigilancia especial en el 6,5 % (-0,5 pp). En lo que respecta al crédito al consumo, la ratio de dudosos se situó en el 3,6 %, una décima más que en 2024, aunque todavía se sitúa tres décimas por debajo de la ratio del sector bancario en este segmento de producto. Por su parte, la ratio de los créditos al consumo de los EFC en vigilancia especial se elevó 0,1 pp desde diciembre de 2024, hasta el 6,3 % (en el conjunto de las entidades bancarias se situó en el 6,6 %).

3.3 Interconexiones sistémicas

Interconexiones directas entre intermediarios financieros

La heterogeneidad entre bancos españoles en términos de exposiciones directas a otras entidades de crédito es limitada, y estas se sitúan de forma general por debajo del 10 % del balance. Por el lado del activo, el nivel de exposición directa de los bancos españoles a otras entidades de crédito al cierre de 2025 se situaba en un rango de entre el 4,1 % y el 10,1 % de su activo para los percentiles 10 y 90 de la distribución de entidades. Los préstamos interbancarios otorgados concentraban el 75,8 % de estas exposiciones. Por el lado del pasivo, la exposición directa era algo menor, situándose en un rango de entre el 3,4 % y el 9,1 %, y correspondía, en su mayor parte (78,5 %), a préstamos interbancarios recibidos (véase gráfico 3.18).

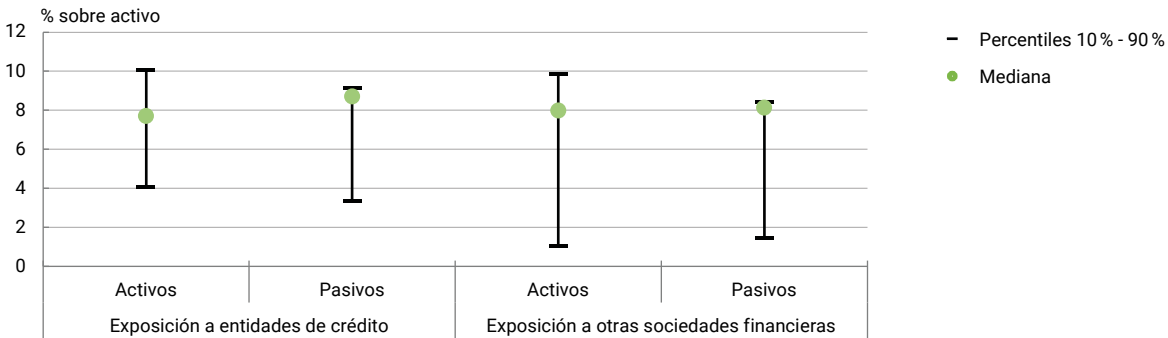
La exposición al SFNB es algo más heterogénea entre entidades, aunque situándose también de forma general por debajo del 10 % del balance. A diciembre de 2025, el grado de interconexión en la mediana de la distribución era equilibrado entre exposiciones de activo y de pasivo, situándose en torno al 8 % del conjunto del activo (véase gráfico 3.18). También en este caso, las entidades más grandes presentaban porcentajes de exposición más elevados, especialmente por el lado del pasivo, que correspondían en su mayoría a depósitos del SFNB (90,8 % para el conjunto de entidades). En cualquier caso, los niveles de exposición de los bancos españoles al SFNB son inferiores a la exposición media del conjunto de entidades del área del euro, que se sitúa en torno al 10 % por el lado del activo y al 15 % en los pasivos financieros⁴⁴.

⁴⁴ Para más detalle, véase la sección 4.1 y *Special Feature B* del *Financial Stability Review, November 2025* del BCE.

Gráfico 3.18

La exposición directa de los bancos españoles tanto a otras entidades de crédito como al SFNB se mantiene de forma general por debajo del 10%, con mayor heterogeneidad en el caso de exposiciones al SFNB

3.18.a Distribución de la exposición de los bancos españoles a entidades de crédito y otras sociedades financieras. Diciembre de 2025. Datos consolidados



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

Interconexiones indirectas entre intermediarios financieros

Las exposiciones indirectas de los bancos españoles en términos de tenencias comunes de valores con el SFNB del área del euro han aumentado entre 2019 y 2025. En el caso español, el incremento es generalizado frente a los tres sectores considerados –fondos de inversión, compañías de seguros y fondos de pensiones–, con aumentos del peso de las tenencias comunes mantenidas por los bancos de 11,1 pp, 6,2 pp y 10,8 pp, respectivamente (véase gráfico 3.19.a). En todos los casos, destaca el avance de los valores de deuda soberana (en torno a 8 pp-9 pp) como principal factor contribuyente a este aumento.

Para el conjunto de bancos del área del euro, las tenencias comunes sectoriales también crecen. Con respecto a los bancos españoles, lo hacen de forma más moderada con los fondos de inversión y los fondos de pensiones (aumentos de 4,5 pp y 6,0 pp), mientras que el repunte es más acusado con las empresas de seguros (19,2 pp) (véase gráfico 3.19.b). Esta evolución refleja el aumento tanto del peso de la deuda soberana como del de las acciones, con una contribución relativamente mayor de estas últimas en el caso de las aseguradoras.

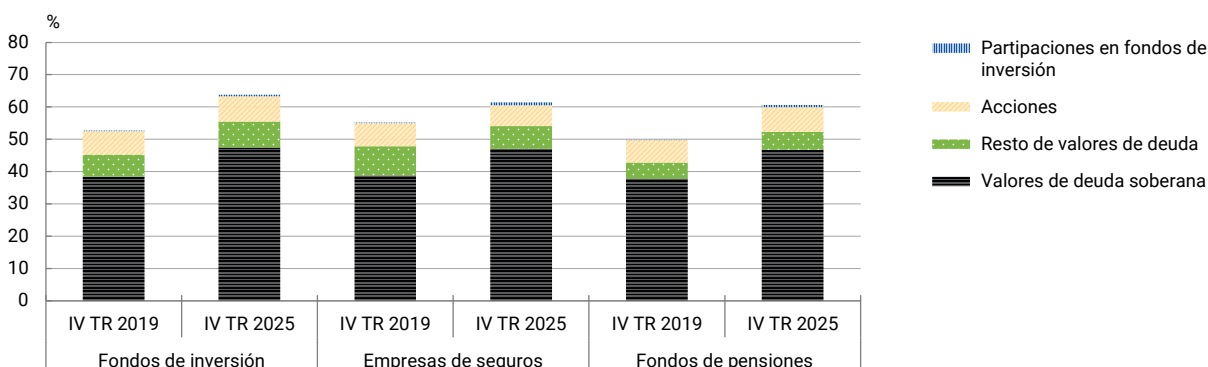
Las exposiciones indirectas del conjunto de los bancos del área del euro al SFNB son, en general, superiores a las de los bancos españoles. En el último trimestre de 2025, el peso de las tenencias comunes con las aseguradoras en la cartera de valores del sector bancario era notablemente superior en el área del euro, situándose en torno a 16 pp por encima del observado en España. Tanto en el caso de los fondos de inversión como en el de los fondos de pensiones, los niveles de tenencias comunes son más similares entre ambas áreas, con diferencias de en torno a 2 pp y 1 pp, respectivamente.

Estas exposiciones indirectas presentan una composición algo diferente para los bancos españoles y los del conjunto de bancos del área del euro. En España, el solapamiento con el

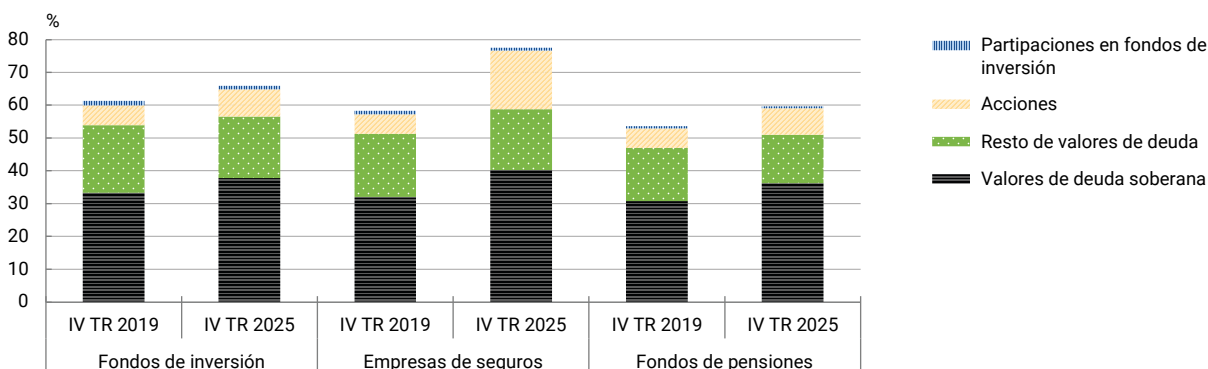
Gráfico 3.19

Las exposiciones indirectas de los bancos españoles al SFNB del área del euro han aumentado, impulsadas por la deuda soberana; para el conjunto de los bancos del área del euro se observa una dinámica similar, pero el peso relativo de la deuda soberana es menor

3.19.a Peso de las tenencias comunes entre bancos españoles y otros sectores financieros no bancarios del área del euro en la cartera de valores del sector bancario español (a) (b)



3.19.b Peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros no bancarios del área del euro en la cartera de valores del sector bancario (a) (b)



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*). Última observación: diciembre de 2025.

- a El sector bancario mantiene en su cartera de valores títulos que se encuentran también en las carteras de otros sectores. Las barras muestran el peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros del área del euro sobre la cartera de valores del sector bancario, diferenciando según el tipo de instrumento y el sector del emisor correspondiente.
- b El perímetro de consolidación en este análisis difiere del utilizado en la discusión de la sección 3.1.3, ya que en este caso las tenencias bancarias por país (incluyendo, en particular, para España) no se presentan a nivel consolidado sino como agregado de las entidades individuales en el país. No obstante, pese a esta diferencia en el grado de consolidación, la información sigue siendo útil por la relevancia del negocio europeo, y la fuente de datos empleada aquí (SHSS) constituye la única opción disponible para comparar el sector bancario y el SFNB en Europa.

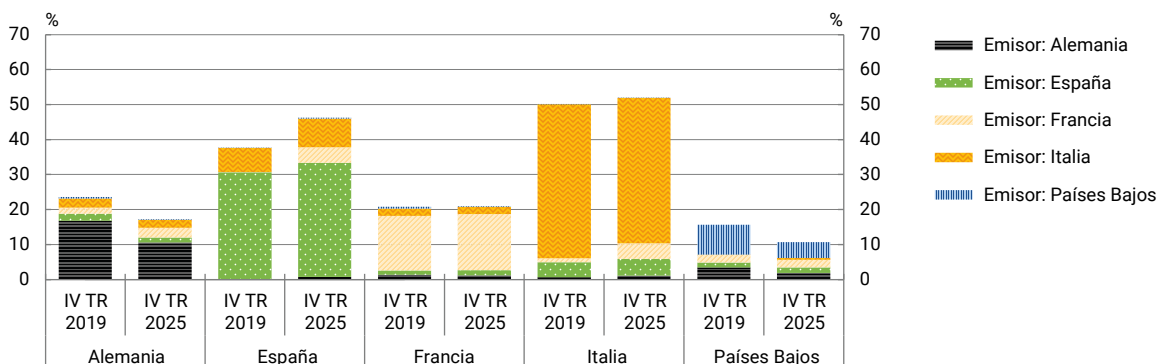
SFNB está más concentrado en la deuda soberana, mientras que en el área del euro esta tiene un peso relativo menor y tanto las acciones como, sobre todo, el resto de los valores de deuda adquieren mayor relevancia. Para profundizar en el análisis de los vínculos creados por las tenencias de deuda soberana, se examina a continuación la exposición por emisor soberano, para medir el riesgo de contagio por este canal y el grado de sesgo doméstico.

La exposición a la deuda soberana del SFNB en España se ha reducido desde 2019, mientras que la del sector bancario ha aumentado ligeramente en el mismo período. En el sector bancario se observa una preferencia más marcada hacia la deuda soberana emitida por el

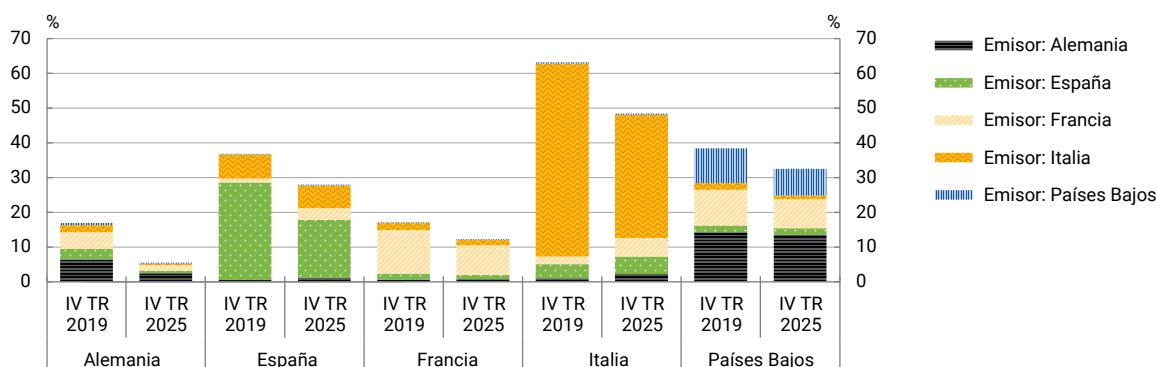
Gráfico 3.20

La deuda soberana europea tiene un menor peso en las tenencias de instrumentos financieros del SFNB que en 2019, mientras que en las carteras del sector bancario se observa mayor estabilidad, con aumento en el caso de España

3.20.a Peso de las tenencias de deuda soberana por emisor en la cartera de valores del sector bancario de cada país (a) (b)



3.20.b Peso de las tenencias de deuda soberana por emisor en la cartera de valores del SFNB de cada país (a) (b)



FUENTE: Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*). Última observación: diciembre de 2025.

- a Porcentaje agregado de la cartera del sector bancario y SFNB de cada país invertida en deuda soberana por país emisor. El valor total de la cartera de valores se calcula como la suma del valor de mercado de todos los valores individuales (identificados mediante un código ISIN) en manos del sector bancario y del SFNB, respectivamente, de cada país.
- b El perímetro de consolidación en este análisis difiere del utilizado en la discusión de la sección 3.1.3, ya que en este caso las tenencias bancarias por país (incluyendo, en particular, para España) no se presentan a nivel consolidado sino como agregado de las entidades individuales en el país. No obstante, pese a esta diferencia en el grado de consolidación, la información sigue siendo útil por la relevancia del negocio europeo, y la fuente de datos empleada aquí (SHSS) constituye la única opción disponible para comparar el sector bancario y el SFNB en Europa.

propio país (véase gráfico 3.20.a)⁴⁵. En diciembre de 2025, la deuda soberana española representaba el 32,5 % de la cartera de valores⁴⁶ de los bancos españoles, 2 pp más que en diciembre de 2019, mientras que la exposición a la deuda soberana de las otras cuatro jurisdicciones consideradas se situó en el 13,7 %, tras aumentar 6,7 pp. En contraste, el SFNB redujo su exposición a deuda soberana española hasta el 16,7 %, lo que supone una disminución de 11,4 pp respecto a 2019, mientras que la exposición a la deuda soberana de los otros cuatro países alcanzó el 10,8 %, evidenciando un menor sesgo nacional y una mayor diversificación geográfica de sus carteras (véase gráfico 3.20.b).

⁴⁵ La composición de las tenencias de deuda soberana por sector tenedor se muestra en el gráfico A2.3.3.1 del anejo 2.

⁴⁶ El valor total de la cartera de valores se calcula como la suma del valor de mercado de todos los valores individuales (identificados mediante un código ISIN) en manos del sector bancario de cada país.

En el contexto de las principales economías del área del euro, tanto el sector bancario⁴⁷ como el SFNB⁴⁸ de España presentan la segunda mayor exposición agregada a deuda soberana, por detrás de Italia. El sistema bancario italiano es el más expuesto al soberano en su cartera de valores, con unas tenencias equivalentes al 52 % del volumen de esta en diciembre de 2025. En contraste, los sectores bancarios de los Países Bajos y de Alemania muestran exposiciones significativamente menores, de un 10,7 % y un 17,2 % respectivamente, en un contexto de mayor peso relativo de la deuda corporativa. En cuanto al SFNB, Italia también presenta la mayor exposición al soberano, con un 48,4 % en diciembre de 2025. Por el contrario, el sector de SFNB alemán muestra la menor exposición, con un 5,5 %, explicado fundamentalmente por una mayor orientación de sus inversiones hacia el mercado de renta variable y de fondos de inversión.

En conjunto, las interconexiones a través de las tenencias de deuda soberana europea no nacional son limitadas para bancos y SFNB europeos. Como muestran los datos del gráfico 3.20, las exposiciones están más orientadas al soberano nacional y, en el caso de Francia, Alemania y Países Bajos, estas son en cualquier caso contenidas. El SFNB de los Países Bajos es la excepción, con una exposición más diversificada entre soberanos europeos.

47 Según datos de la EBA, en diciembre de 2025 los activos financieros negociables (valores de renta fija y variable) suponían, en agregado, un 15,6 % del activo total de los principales bancos de Alemania, un 16,4 % de los de Francia, un 26 % de los de Italia y un 10,9 % de los de Países Bajos.

48 Según datos de cuentas financieras, en diciembre de 2025 los activos financieros negociables suponían, en agregado, un 77 % del activo total del SFNB del área del euro.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA

El estallido de la guerra en Irán el pasado febrero ha llevado a un marcado encarecimiento de los precios de los hidrocarburos y de la electricidad en Europa. En un contexto en el que este *shock* energético podría tener una notable persistencia (véase capítulo 5), este recuadro analiza las características de la financiación de los sectores productivos más afectados por el encarecimiento de la energía en España, con especial atención al crédito bancario. De esta forma se busca identificar fortalezas y vulnerabilidades financieras *ex ante* de estos sectores para afrontar la crisis actual y cuantificar su importancia para el conjunto del sistema financiero.

En concreto, este análisis se centra en tres grupos de sectores productivos: las manufacturas intensivas en energía¹, el transporte y el sector primario no extractivo (agricultura, ganadería y pesca). Estos han sido identificados en trabajos previos del Banco de España como más afectados por un incremento sostenido de los precios de la energía, ya sea de manera directa por el mayor peso de los productos

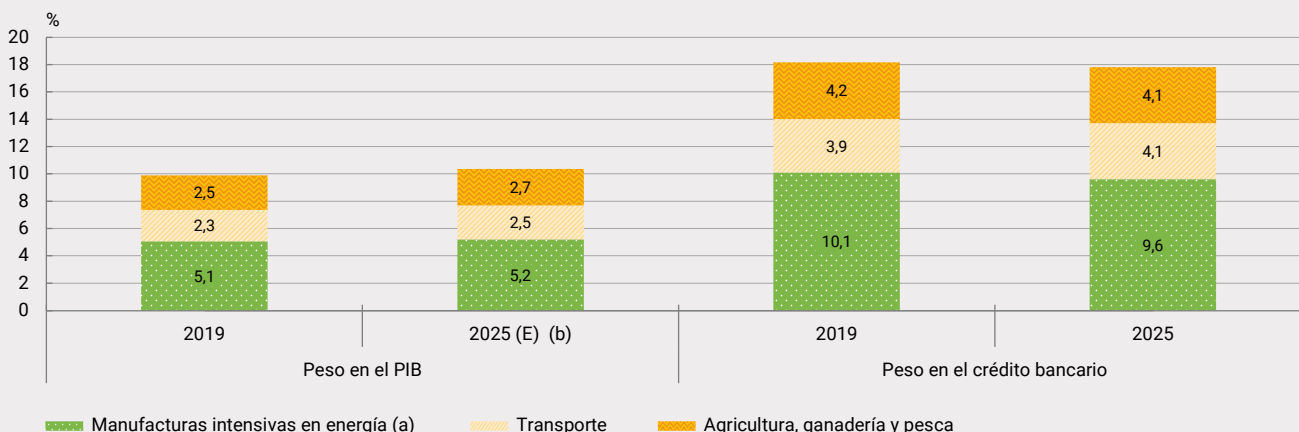
energéticos en sus costes de producción como indirectamente por el potencial encarecimiento del resto de sus insumos².

Estos sectores concentran, en conjunto, alrededor del 10 % del PIB, en torno al 12 % del empleo y aproximadamente el 18 % del crédito bancario concedido a las empresas y autónomos en España (véase gráfico 1). El sector de mayor peso es el de las manufacturas intensivas en energía, que absorben en torno al 10 % del crédito (frente a un 5 % del PIB), mientras que los sectores del transporte y el primario no extractivo representan alrededor del 4 % del crédito cada uno (entre el 2,3 % y el 2,7 % del PIB). El peso de estos sectores intensivos en energía sobre el crédito bancario supera así al que representan en el conjunto de la actividad económica.

Fuentes de financiación de los sectores intensivos en energía

A partir de los datos de la Central de Balances Integrada³ (CBI), se ha construido la composición de la financiación del

Gráfico 1
Participación de los sectores en el PIB y el crédito bancario



FUENTES: INE y Banco de España.

- a Incluye las industrias de la alimentación, madera y corcho, papel y artes gráficas, coquerías y refino de petróleo, productos de caucho y plásticos, productos minerales no metálicos y metalurgia.
- b Estimación basada en la evolución del VAB por rama de actividad, conforme a las previsiones del Banco de España de marzo de 2026 y su distribución sectorial según sus pesos de 2023.

1 Incluyen las industrias de la alimentación, la madera y el corcho, el papel y las artes gráficas, las coquerías y el refino de petróleo, los productos de caucho y plásticos, los productos minerales no metálicos y la metalurgia.

2 Véanse Alejandro Fernández Cerezo, Iván Kataryniuk y Francisco José Rodríguez. (2023). «La mayor resiliencia de la economía española frente al área del euro en 2023: el papel de la composición sectorial». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4. <https://doi.org/10.53479/33832>, y Pablo Aguilar, Rubén Domínguez-Díaz, José-Elías Gallegos y Javier Quintana. (2026). «The Transmission of Foreign Shocks in a Networked Economy». Documentos de Trabajo, 2607, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/42526>.

3 La CBI contiene información contable de alrededor de 800.000 empresas no financieras (600.000 para 2024). La cobertura en términos de VAB, respecto al total del sector de sociedades no financieras (según la Contabilidad Nacional), se situaba en el 45 % en 2024.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

Cuadro 1
Estructura de financiación de las empresas

%	Año	Recursos propios	Deuda bancaria	Deudas con empresas del grupo	Otras deudas con coste (b)	Deuda sin coste (c)
Total	2019	48,6	13,0	11,4	5,3	21,7
	2024	49,1	11,9	9,8	6,3	22,9
Manufacturas intensivas de energía (a)	2019	49,6	13,8	9,6	4,0	23,0
	2024	50,3	12,1	10,9	4,5	22,2
Transporte	2019	41,0	18,9	9,8	4,6	25,7
	2024	34,4	18,7	15,2	6,3	25,5
Agricultura, ganadería y pesca	2019	56,8	16,6	3,2	6,6	16,9
	2024	59,0	14,3	3,9	6,9	15,8

FUENTE: Banco de España.

- a** Incluye las industrias de la alimentación, madera y corcho, papel y artes gráficas, coquerías y refino de petróleo, productos de caucho y plásticos, productos minerales no metálicos y metalurgia.
- b** Incluye obligaciones y otras deudas con coste (préstamos concedidos por otros sectores, acreedores por arrendamiento financiero, derivados).
- c** Deudas sin coste financiero, como las derivadas de operaciones comerciales (proveedores, anticipos de clientes, etc.) y otras obligaciones sin coste, tales como remuneraciones y dividendos pendientes de pago.

conjunto de empresas y la de los sectores analizados (véase cuadro 1). Con relación al total de empresas, las manufacturas intensivas en energía muestran una estructura de financiación muy similar. Predominan los recursos propios, que se mantienen como la principal fuente, seguida de la deuda sin coste⁴ y de la deuda bancaria con un peso comparable al de la financiación intragrupo. El sector transporte, por su parte, se caracteriza por una mayor dependencia de la deuda bancaria (peso de en torno al 19 % frente a valores cercanos al 10 % para otros sectores) y de la financiación intragrupo junto con una menor proporción de recursos propios. Finalmente, el sector primario no extractivo se distingue por una financiación aún más apoyada en los recursos propios y por un uso similar, aunque algo más elevado, de la deuda bancaria que en el conjunto de empresas. Esta estructura financiera está en línea con la mayor presencia de empresas de reducido tamaño en la muestra de este sector, que suelen mostrar una mayor dependencia de estas dos formas de financiación.

Entre 2019 y 2024, las manufacturas intensivas en energía y el sector primario no extractivo han mantenido una estructura

de financiación relativamente estable. Es en el sector transporte donde se observa algún cambio más significativo. En particular, el peso de sus recursos propios se redujo de forma significativa, en 6,6 pp, hasta alcanzar el 34 %, mientras que el de las deudas con empresas del grupo aumentó en 5,4 pp hasta el 15 %. La proporción de deuda bancaria, en cambio, mantiene en 2024 los niveles prepandemia.

En conjunto, antes de producirse el shock energético, se observaban en estos sectores tendencias moderadas hacia el desapalancamiento y la menor dependencia del endeudamiento bancario⁵. El sector de transporte aparece como el más apalancado y con mayor interconexión con el sector bancario, pero su peso es contenido sobre el total del crédito bancario a empresas.

Concentración, especialización y número de relaciones bancarias

Con la información granular de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE)⁶ es posible analizar la concentración y especialización del sector

⁴ Deudas sin coste financiero, como las derivadas de operaciones comerciales (proveedores, anticipos de clientes, etc.) y otras obligaciones sin coste, tales como remuneraciones y dividendos pendientes de pago.

⁵ Con datos de la CBI, la ratio de deuda total / activo total, ha pasado de 50,6 % en 2021 a 48,5 % en 2024 en manufacturas; del 64,4 % al 61,7 % en transporte; y del 43 % al 41 % en agricultura. En términos de deuda bancaria, también se observa una caída del endeudamiento en los tres sectores.

⁶ La CIRBE contiene la información mensual de los préstamos concedidos en España cuyo importe supera los 1.000 euros.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

Gráfico 2
Índice de concentración Herfindahl-Hirschman, por sector (a)

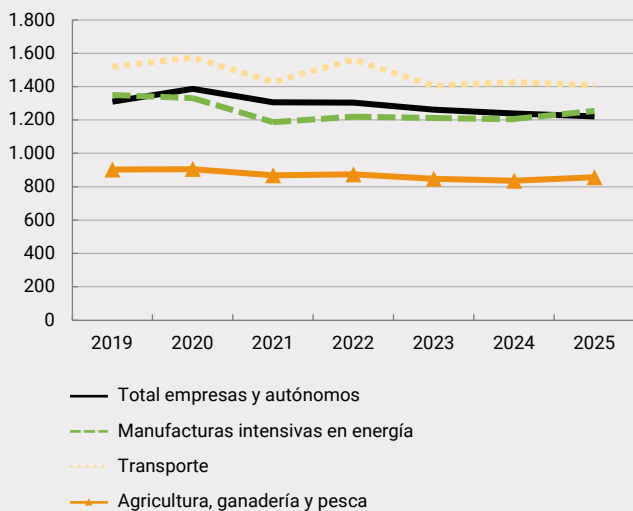
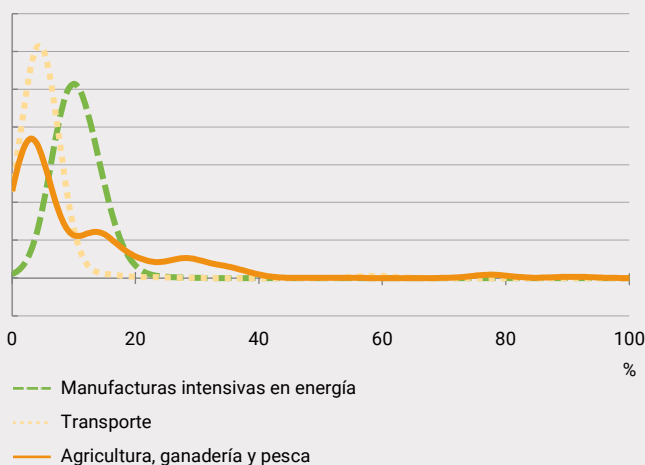


Gráfico 3
Distribución del peso de los sectores en la cartera de préstamos de los bancos. Diciembre de 2025 (b)



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

- a El índice de Herfindahl-Hirschman muestra la suma de las cuotas de mercado (en tanto por ciento) al cuadrado. Un índice más elevado indica una mayor concentración.
- b El gráfico muestra la función de densidad del peso de cada sector en la cartera de préstamos a empresas y autónomos para las entidades bancarias españolas (ponderada por el crédito total a empresas y autónomos). 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.

bancario español en la concesión de crédito a estos tres sectores.

En cuanto a la concentración del crédito para cada sector, es decir, a la distribución de su volumen entre distintos bancos, esta se mide con índices de Herfindahl-Hirschman⁷ y se observan algunas diferencias relevantes entre sectores (véase gráfico 2). En el sector primario no extractivo, la concentración es sustancialmente menor que en los otros dos sectores y que en el conjunto del crédito a empresas. La presencia en el sistema bancario español de bancos con orientación local, como las cooperativas de crédito, con un modelo de banca relacional muy extendido en entornos rurales contribuiría a explicar esta mayor fragmentación⁸.

El análisis de la especialización bancaria considera la distribución del peso del crédito a estos sectores por

entidad (sobre el total de la cartera de crédito a empresas). No se observa en general un peso relevante de bancos con una especialización superior a la media en las manufacturas intensivas en energía ni en el transporte (véase gráfico 3). Esta distribución relativamente homogénea contribuye a limitar la posibilidad de que *shocks* a estos sectores tengan un impacto significativo sobre la solvencia de una determinada entidad.

En el sector primario no extractivo, por el contrario, se aprecia una mayor heterogeneidad, con algunas entidades en las que este sector representa una parte sustancial de su cartera (mayor especialización). Ninguna de estas entidades más especializadas en este sector es una entidad significativa. De la conjunción de ambos resultados se desprende que en el sector primario la inversión crediticia está repartida entre un elevado número de entidades, pero que para algunas de ellas (por ejemplo,

7 El índice de concentración de Herfindahl-Hirschman se define como la suma de las cuotas de mercado de los oferentes en un mercado. En este caso, se construye para cada sector, sumando las cuotas de los bancos dentro de cada uno de ellos.

8 Para más información, véase el recuadro 3.2 de la Memoria de Supervisión 2025.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

Gráfico 4
Número de relaciones bancarias de los acreditados, por sector. Diciembre de 2025 (a)

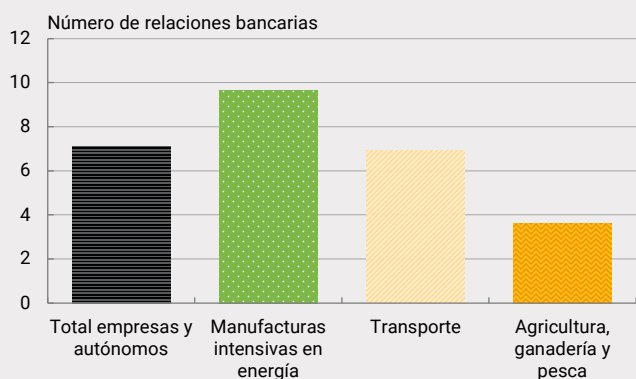
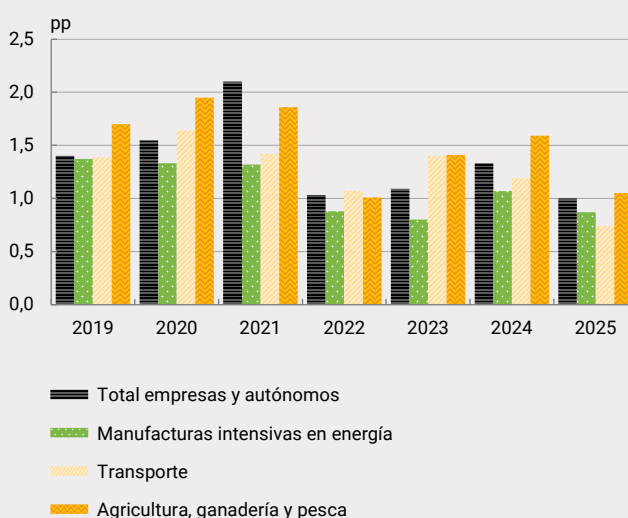


Gráfico 5
Diferencial del tipo de interés de las nuevas operaciones en cada sector con respecto al tipo de interés libre de riesgo (b)



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

- a Se muestra el número de bancos distintos con los que opera, en media, una empresa o autónomo de cada uno de los sectores. En el caso de las cifras ponderadas, el número de relaciones bancarias de cada empresa o autónomo se pondera por su volumen de crédito en el sector correspondiente.
- b En cada operación se calcula el diferencial entre el tipo de interés aplicado en la misma y el tipo de interés libre de riesgo para un plazo similar.

aquellas con mayor orientación rural) supone un peso relevante de su cartera de crédito.

Vinculado con la evidencia anterior, el número de relaciones bancarias, definido como el número medio de bancos distintos con los que opera cada empresa, constituye otro elemento relevante para evaluar los riesgos vinculados a la estructura de financiación bancaria. Un mayor número de relaciones bancarias reduce la dependencia de cada entidad y, por tanto, mejora la capacidad del sector para acceder al crédito. Así, las empresas manufactureras intensivas en energía mantienen, en promedio, un número de relaciones superior al del conjunto de sectores empresariales (véase gráfico 4). Este hecho guarda relación con el tamaño generalmente mayor de las empresas de este sector, que facilita una mayor diversificación de sus relaciones bancarias.

En conjunto, estos datos muestran que, a nivel sistémico, la estructura del crédito bancario a estos sectores más sensibles al *shock* energético no plantea riesgos relevantes de concentración, o de especialización elevada en entidades significativas.

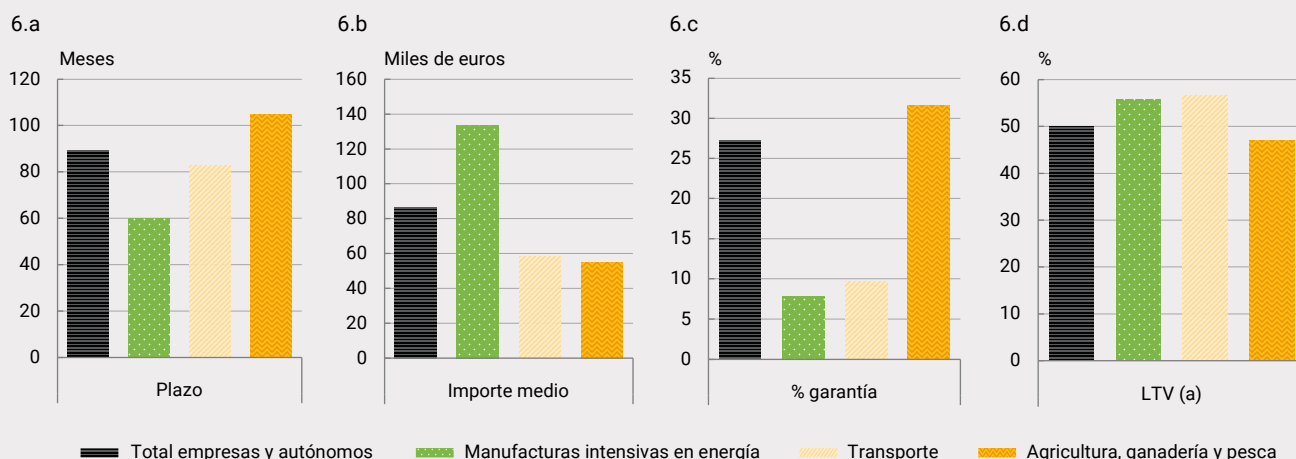
Condiciones de los préstamos concedidos a las empresas en los sectores intensivos en energía

Las condiciones específicas de los préstamos constituyen otro elemento que puede influir en la capacidad de las empresas para hacer frente a sus obligaciones crediticias. En particular, se consideran el tipo de interés y los diferenciales sobre los tipos libres de riesgo, el plazo, el importe medio, el porcentaje de préstamos con garantías reales o la relación entre importe del préstamo y valor de la garantía (LTV, por sus siglas en inglés)⁹.

9 Los tipos de interés determinan la carga financiera y, con ello, su capacidad para soportar mayores costes relacionados con el incremento de los precios de la energía. El plazo influye en la vulnerabilidad, vencimientos más cortos pueden forzar refinanciaci3n en peores condiciones. El tamaño medio del préstamo define la exposici3n total, de modo que los sectores más intensivos en capital, con deudas mayores, afrontarían más presi3n ante un deterioro económico. Por último, la existencia de garantías reales o un LTV elevado reflejaría la percepci3n de riesgo y la calidad del colateral, factores que podrían condicionar la obtenci3n de financiación adicional en momentos adversos.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

Gráfico 6
Características de los préstamos por sector



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

a El LTV se calcula sólo para las operaciones que tienen garantía real.

Es necesario considerar para este análisis que la estructura y demografía empresarial de estos sectores, y la media y volatilidad de su rentabilidad, condicionan en parte los términos en los que reciben préstamos bancarios. En particular, en cuanto a tamaño, el sector primario no extractivo concentra empresas más pequeñas. En el de transporte adquieren mayor peso las empresas medianas y las manufacturas intensivas en energía presentan un tamaño medio superior y una mayor participación de grandes empresas.

Los diferenciales de tipos de interés de las nuevas operaciones estarían alineados al perfil de riesgo de crédito de cada sector, que se aborda en el epígrafe siguiente¹⁰. En el sector primario no extractivo, estos diferenciales se sitúan ligeramente por encima de la media, reflejando parcialmente el hecho de contar con empresas de menor tamaño (véase gráfico 5). En manufacturas intensivas en energía y en el sector del transporte, los diferenciales se sitúan algo por debajo de la media, lo que es coherente con estructuras empresariales de mayor tamaño, que pueden tener menor riesgo o mayor capacidad de negociación en la financiación.

El plazo medio de los préstamos en las manufacturas intensivas en energía y el transporte es inferior al del conjunto de sectores empresariales, mientras que en el sector primario no extractivo se sitúa por encima de la media (véase gráfico 6.a). En las manufacturas intensivas en energía, una parte relevante de la financiación bancaria se destina a capital circulante, asociado al pago de inputs energéticos y otros consumos intermedios, lo que favorece préstamos a corto plazo y revisables con frecuencia. En cambio, en el sector primario el crédito se vincula en mayor medida a inversión en activos fijos, como tierra, maquinaria o infraestructuras, con vidas útiles largas, lo que justifica plazos más extensos incluso en empresas de menor tamaño. En el sector de transporte, la adquisición de los vehículos y equipo para llevar a cabo la actividad es una finalidad destacada. Plazos más cortos requieren renovaciones más frecuentes, lo que aumenta la vulnerabilidad en un entorno de condiciones financieras restrictivas.

El importe medio de los préstamos en los distintos sectores también parece asociado a su demografía empresarial (véase gráfico 6.b). El mayor importe medio de las operaciones en las manufacturas intensivas en

10 Para cada operación, se calcula el diferencial entre el tipo de interés aplicado a la misma y el tipo libre de riesgo a un plazo similar.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

Gráfico 7.a
Probabilidad de impago a un año, por sector (a)

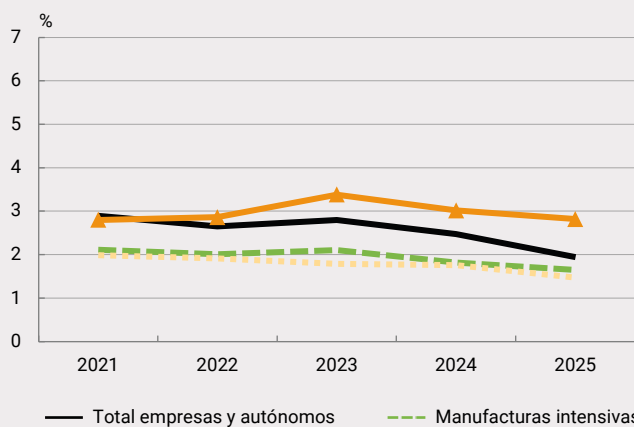
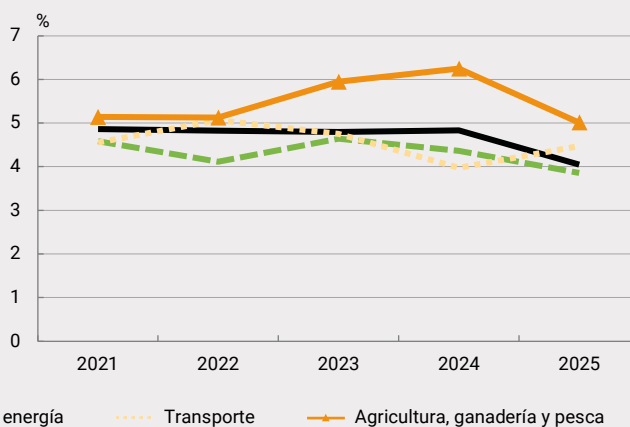


Gráfico 7.b
Ratio de dudosos, por sector (a)



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

a Probabilidades de impago a un año asignadas por las entidades que utilizan modelos internos de valoración del riesgo de crédito. La media ponderada de la probabilidad de impago de una empresa se asigna a todos sus créditos, aunque hayan sido concedidos por otras entidades.

energía reflejaría la escala y el modelo productivo predominante en este sector, con una importancia mayor de empresas grandes. En el transporte y el sector primario no extractivo, por el contrario, predominan autónomos y pymes, lo que se traduce en operaciones de menor importe medio.

En cuanto al uso de colateral en la financiación, el porcentaje de préstamos con garantía real se sitúa muy por debajo de la media de los sectores empresariales en manufacturas intensivas en energía y transporte, mientras que es más elevado en el sector primario no extractivo (véase gráfico 6.c). El mayor porcentaje de préstamos con garantía real en este último sector responde a la naturaleza de los activos y del modelo de financiación del sector, caracterizado por la utilización de tierra, entre otros, como colateral habitual.

Relacionado con el punto anterior, el LTV en el momento de la concesión, para aquellas operaciones con garantía real, también presenta diferencias entre sectores (véase gráfico 6.d), destacando el LTV más reducido del sector

primario no extractivo, donde se usa más intensivamente este recurso para mitigar riesgos.

En conjunto, es el sector de manufacturas intensivas en energía el que muestra unas condiciones de sus préstamos con un perfil algo más arriesgado en términos de mayor importe medio y menor colateralización. Asimismo, su financiación a un plazo medio más corto podría hacerlo más sensible al deterioro de las condiciones económicas. Estas condiciones reflejan en parte la mayor escala y capacidad financiera de este sector, pero, aun así, estas características supondrían una cierta vulnerabilidad relativa frente a una crisis energética intensa y prolongada.

Calidad crediticia

Los indicadores de riesgo de crédito —tanto la probabilidad de impago¹¹ (métrica de calidad crediticia *ex ante*) como la ratio de dudosos (métrica *ex post*)—muestran que el sector primario no extractivo presenta un mayor riesgo crediticio que las manufacturas intensivas en energía y el sector del transporte (véanse gráficos 7.a y 7.b).

11 Las entidades que utilizan modelos internos para la valoración del riesgo de crédito asignan a cada operación una probabilidad de impago (PD) a un horizonte temporal de un año. Esta PD la declaran trimestralmente a la CIRBE. El análisis de las PD se realiza con las operaciones de aquellas entidades que utilizan estos modelos, si bien la PD media de cada empresa se asigna a todos sus préstamos, aunque estén concedidos por otras entidades. De este modo, el porcentaje de crédito en operaciones que cuentan con una PD asignada supera el 80% en diciembre de 2025.

CRÉDITO BANCARIO Y OTRA FINANCIACIÓN A LOS SECTORES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA MÁS INTENSIVOS EN ENERGÍA (cont.)

En cualquier caso, el riesgo de crédito ha mostrado una evolución favorable en los últimos años en los tres sectores analizados. Resulta asimismo destacable que, tras el encarecimiento de la energía desde mediados de 2021 y el posterior endurecimiento de la política monetaria, el sector primario no extractivo fue el más afectado, mientras que las manufacturas intensivas en energía y el transporte mostraron una notable resiliencia.

En todo caso, si los precios de la energía se mantuvieran elevados durante un período prolongado, estos indicadores podrían experimentar un deterioro progresivo, especialmente en las empresas con menor capacidad de ajuste de su

posición financiera, como podría ser el caso de autónomos y pymes, más prevalentes en el sector primario, o en aquellas empresas que a pesar de contar con mayor escala también tienen una mayor dependencia de la financiación a corto plazo y sin garantía, más prevalentes en el transporte y las manufacturas intensivas en energía.

Por ello, ante un entorno en el que las tensiones geopolíticas podrían seguir presionando de forma persistente los precios de la energía, es necesario mantener una vigilancia estrecha sobre estos sectores, y, en especial, sobre sus condiciones de financiación e indicadores de riesgo.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA

El mercado de crédito privado, esto es, de préstamos a empresas concedidos a través de fondos de inversión especializados en estos productos, ha registrado un crecimiento notable en los últimos años, tanto en España como en el conjunto del área del euro. La posible expansión del mercado de crédito privado y la profundización de sus interacciones con el sector bancario justifican la necesidad de estudiar su estructura para evaluar potenciales implicaciones sobre la estabilidad financiera.

Este recuadro actualiza los análisis previos¹ del tamaño del mercado de crédito privado en España y el área del euro, y estudia algunas características de su oferta y demanda. Para ello se utiliza información granular sobre las operaciones de crédito privado proveniente de PitchBook, que se complementa con información sobre las empresas receptoras de fondos proveniente de Orbis y de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España.

En base a esta información, se caracteriza el perfil de los prestamistas, haciendo énfasis en su nacionalidad y grado de concentración. Con respecto a las empresas que acceden a

crédito privado, se analiza su distribución sectorial y se describen distintas medidas de su situación financiera, comparándola con la de aquellas que se financian mediante crédito bancario. Finalmente, más allá de este ámbito nacional y europeo, se analizan algunos episodios recientes de estrés en EEUU y se valoran los posibles riesgos para la estabilidad financiera vinculados a esta forma de financiación.

Tamaño del sector en España y la UEM e interconexión con el sector bancario

La provisión de crédito privado ha seguido una tendencia creciente en España y en el área del euro durante el período 2021-2025. El volumen de crédito privado es definido, en primer lugar, de forma amplia, como aquel en que han participado intermediarios no bancarios especializados en esta actividad². Bajo esta definición, el importe de crédito privado que fue destinado a empresas domiciliadas en España pasó de 4,4 mm de euros en 2021 (0,36 % del PIB español) a 33,1 mm de euros en 2025 (1,96 % del PIB)³. En el área del euro, la originación de crédito privado pasó del 0,64 % al 1,11 % del PIB en el mismo período (véase gráfico 1).

Gráfico 1
Volumen de nuevas operaciones de crédito privado en España y el área del euro. Medida amplia (a)

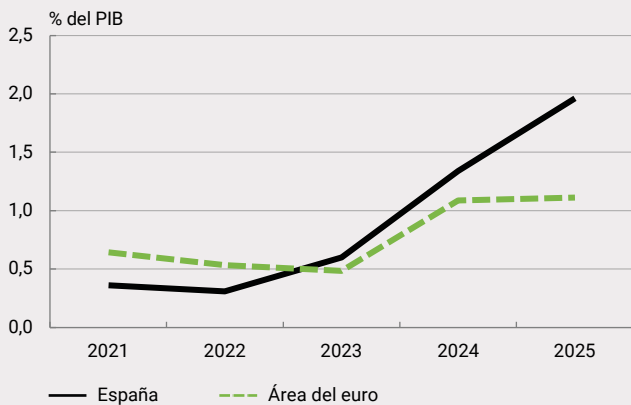
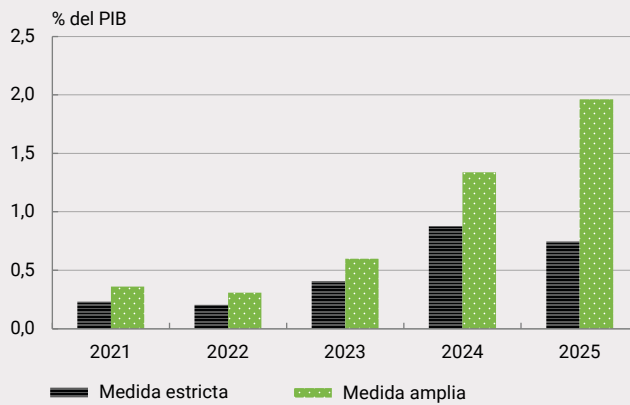


Gráfico 2
Crédito privado en España: comparación entre medida amplia y medida estricta (b)



FUENTES: PitchBook, Dealogic y EUROSTAT.

- a El gráfico muestra el volumen de nuevas operaciones de crédito privado en función de la jurisdicción en donde están domiciliadas las empresas receptoras para el período 2021-2025. Se utiliza la medida amplia de crédito privado, de acuerdo con la cual el volumen de crédito privado es definido como aquel en que han participado intermediarios no bancarios especializados en esta actividad.
- b El gráfico muestra el volumen de nuevas operaciones de crédito privado destinadas a empresas domiciliadas en España para el período 2021-2025. Se utiliza la medida amplia de crédito privado, de acuerdo con la cual el volumen de crédito privado es definido como aquel en que han participado intermediarios no bancarios especializados en esta actividad, y la medida estricta de crédito privado, que se limita a las operaciones en la que toda la financiación procede de prestamistas privados no bancarios.

1 Véase E. Cáceres, M. Farias, G. Ruzzier y C. Xu. (2025). "Análisis del mercado de crédito privado en España". *Revista de Estabilidad Financiera* - Banco de España, 49, otoño. <https://doi.org/10.53479/41869>.

2 En este recuadro, se define el crédito privado bajo un criterio amplio como toda operación de préstamo a empresas no financieras en la que participe al menos un prestamista privado no bancario. La clasificación se basa en la actividad de originación.

3 A modo de comparación, en 2025 la ratio del nuevo crédito bancario sobre el PIB alcanzó el 26 % en España y el 21 % en el área del euro.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 3
Origen geográfico de los prestamistas en el mercado de crédito privado (a)

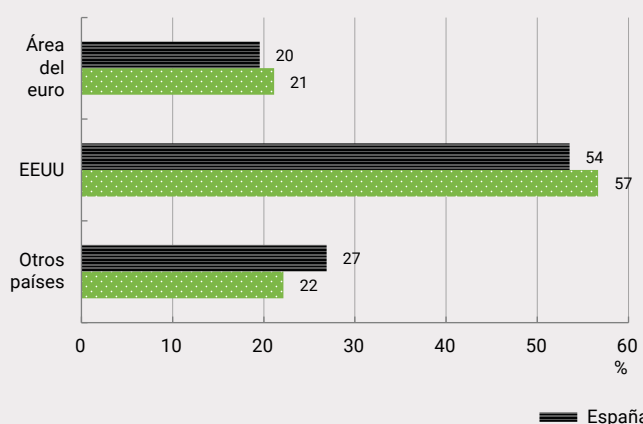
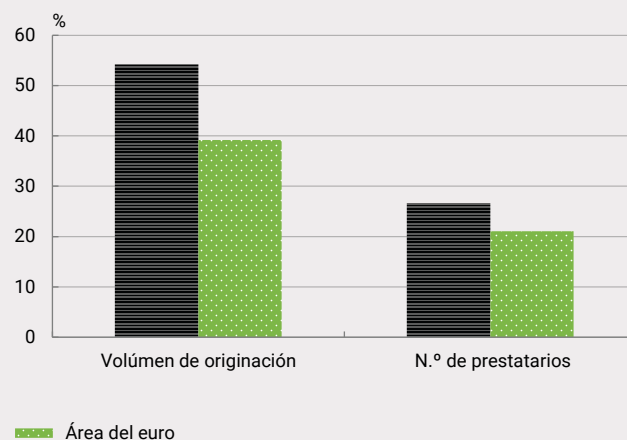


Gráfico 4
Volumen de originación y número de prestatarios de los 5 prestamistas más grandes (b)



FUENTE: PitchBook.

- a El gráfico muestra la proporción del volumen y del número de operaciones de crédito privado en función del domicilio del prestamista para el período 2021-2025. Se incluyen todas las operaciones clasificadas bajo la medida estricta de crédito privado.
- b El gráfico muestra la proporción del volumen y del número de operaciones de crédito privado originadas por los cinco principales prestamistas para el año 2025. Se incluyen todas las operaciones clasificadas bajo la medida estricta de crédito privado.

El gráfico 2 compara, en el caso de España, la medida amplia de crédito privado mostrada anteriormente, con una segunda medida que se limita a las operaciones en las que toda la financiación procede de prestamistas privados no bancarios, denominada medida estricta. Considerando esta última, el volumen anual de operaciones pasó del 0,23 % del PIB en 2021 (el 64 % del total de crédito privado) al 0,75 % del PIB en 2025 (el 38 % del total). La diferencia entre ambas métricas evidencia la creciente participación de las entidades bancarias en las operaciones de crédito privado, lo que genera un cierto grado de interconexión, por ahora limitado.

En este sentido, la exposición en inversiones vinculadas a crédito privado informada por los bancos españoles es muy reducida, situándose en el caso de los mayores grupos bancarios alrededor del 0,2 % de la cartera de crédito y del 0,1 % del total de activos a nivel consolidado. Dentro de estas exposiciones, la financiación concedida a empresas (por ejemplo, préstamos sindicados) que, a su vez, han recibido recursos de fondos de crédito privado concentraría en torno a la mitad y la otorgada a

inversores en este tipo de fondos algo más de una cuarta parte. Por su parte, la financiación directa a fondos de crédito privado para la inversión en sus carteras es bastante marginal.

Desde la perspectiva de la financiación crediticia a las empresas, el crédito privado supone también una parte con relevancia creciente. El cuadro 1 muestra distintas métricas de comparación de los flujos y saldos de crédito privado y de crédito bancario. La columna (1) muestra que la ratio de flujo de crédito privado sobre el del crédito bancario se ha triplicado entre 2021 y 2025 (pasando del 0,95 % al 2,86 % en este período). La información de las columnas (2) y (3), al comparar la evolución de los saldos de crédito bancario y privado, permite determinar que la expansión del segundo ha incrementado el saldo de financiación crediticia acumulado por las empresas hasta 2025 en 7 pp⁴.

Características de los prestamistas

Un rasgo destacado del mercado de crédito privado es la gran relevancia de los prestamistas domiciliados fuera del

4 En el caso del crédito privado, los saldos se aproximan a partir del flujo acumulado de nuevas operaciones bajo la definición estricta desde 2021. Al no descontarse las amortizaciones, esta medida constituye una cota superior del saldo efectivo. No obstante, el largo plazo de las operaciones de crédito privado atenúa el error de aproximación.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA (cont.)

área del euro⁵ (véase gráfico 3). Tanto en España como en el área del euro, alrededor del 80 % del volumen de crédito privado es originado por fondos domiciliados en otras jurisdicciones, particularmente en EEUU, mientras que los prestamistas del área del euro explican aproximadamente un 20 % de este volumen.

La marcada presencia de prestamistas de otras jurisdicciones implica que las condiciones de financiación en este segmento pueden estar influidas de forma significativa por factores externos (por ejemplo, cambios en la política monetaria de EEUU). Al mismo tiempo, conviene subrayar que la presencia de prestamistas internacionales contribuye a diversificar las fuentes de financiación de las empresas, reduciendo su exposición a perturbaciones internas del sistema financiero español.

Además, se observa que la oferta de crédito privado está concentrada en un número reducido de prestamistas (véase gráfico 4). En España, los cinco principales prestamistas originaron el 54 % del volumen de crédito privado y proveyeron financiación al 27 % de los prestatarios en 2025; en el área del euro, esas cifras se sitúan en el 39 % y el 21 %, respectivamente.

Características de las empresas prestatarias

Las empresas que acceden al crédito privado en España se concentran principalmente en los sectores de tecnología e información (TIC), servicios profesionales, industrias manufacturera y extractiva, y construcción (véase cuadro 2). Estos sectores tienden a tener un mayor peso en la asignación de crédito privado en relación con su participación en el valor añadido bruto. La distribución en el área del euro es similar, aunque con una menor presencia relativa de los sectores de construcción, hostelería, servicios profesionales e industrias extractivas, compensada por una mayor participación de la industria manufacturera.

El cuadro 3 muestra, para España y el área del euro, distintas características económico-financieras de las empresas en función de si acceden a crédito privado o se limitan al uso de crédito bancario, correspondientes al período 2021-2024⁶. En la muestra para España, aproximadamente 480 empresas accedieron al crédito privado durante este período, frente a 3.874 en el área del euro. Cabe destacar que el 78 % de las empresas domiciliadas en España o en el resto del área del euro que accedieron al crédito privado también tuvo acceso al crédito bancario.

Las empresas que acceden al crédito privado son, en promedio, tanto en España como en el área del euro, empresas de mayor tamaño (medido por el activo), más jóvenes y con mayor tasa de inversión que las empresas con crédito bancario. No obstante, tienden también a ser menos rentables. Con respecto al endeudamiento y la liquidez, se observan diferencias entre jurisdicciones. En España, las empresas financiadas con crédito privado presentan menor deuda y mayor liquidez que las financiadas con crédito bancario, al contrario de lo que se observa en el conjunto del área del euro.

En conjunto, la evidencia sugiere que el crédito privado es utilizado por empresas en fases relativamente tempranas de su ciclo vital y con un perfil de crecimiento más intenso, en las que el crédito privado puede desempeñar un papel complementario al crédito bancario⁷.

Conclusiones del análisis del crédito privado en España y el área del euro en perspectiva global

En conjunto, los resultados indican que el mercado de crédito privado en España, aunque todavía de tamaño e importancia sistémica reducida en relación con otras fuentes de financiación, ha experimentado un crecimiento acelerado en el período reciente. La oferta

5 Aunque la mayoría de los fondos de crédito privado no están domiciliados en España, la CNMV identifica ocho fondos de inversión libre españoles que realizan este tipo de operaciones. A estos podrían sumarse determinados fondos de capital riesgo domiciliados en España que también canalizan crédito privado hacia sociedades no financieras del país. Para más detalle, véase el informe "Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas", correspondiente al primer boletín semestral de la CNMV de este ejercicio, de próxima publicación.

6 Se omite el año 2025 debido a que los datos de CBI no están disponibles en el momento de escribir este recuadro.

7 Es posible que una parte de las diferencias observadas responda precisamente a que las empresas que acceden al crédito privado son, en promedio, más jóvenes. Para contrastar esta hipótesis, se estima un modelo de regresión lineal en el que la variable dependiente indica si la empresa recibe crédito privado o no, incluyendo como variables explicativas todas las características del cuadro 3, junto con efectos fijos de país, año y quintiles de edad. Se utiliza datos de España y del resto de los países del área del euro. Los resultados sugieren que, una vez que se tiene en cuenta la edad de las empresas, el resto de las características (tamaño, rentabilidad, deuda, inversión y liquidez) ven reducida su capacidad para predecir el acceso al crédito privado. Esto no significa que no sean relevantes, sino que, debido a su correlación con la edad, esta variable resume la información sobre el perfil financiero de las empresas que acceden al crédito privado.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA (cont.)**Cuadro 1**

Volumen de operaciones de operaciones y saldo de crédito privado en relación con operaciones del crédito bancario

Año	Fujo crédito privado / Flujo crédito bancario	Saldo crédito bancario (Base 2021=100)	Saldo crédito bancario + privado (Base 2021=100)
2021	0,95%	100	100
2022	0,78%	100	100
2023	1,76%	95	97
2024	3,48%	95	100
2025	2,86%	98	105

Cuadro 2

Distribución sectorial del crédito privado en España y el área del euro, y del valor agregado en España (a)

Sector	España	Área del euro	VAB España
Tecn. Información y Comunicación	24,55	24,07	4,05
Serv. profesionales	21,68	13,52	5,15
Ind. manufacturera	15,08	22,26	11,90
Ind. extractivas	10,32	5,01	0,26
Construcción	8,46	0,21	5,70
Hostelería y restauración	7,11	2,18	6,73
Sanidad	5,77	4,16	6,37
Otros	3,28	25,40	59,83

Cuadro 3

Características de las empresas según ubicación y fuente de financiación (b)

Características	España		Área del euro	
	Crédito privado	Crédito bancario	Crédito privado	Crédito bancario
Activo (millones de euros)	8,50	1,78	36,59	4,91
Edad (años)	10,77	16,72	17,15	18,65
Beneficio neto / Activo	-0,16	0,01	-0,05	0,03
Deuda / Activos	0,66	0,74	0,79	0,74
Inversión / Activo	0,05	0,04	0,15	0,09
Activos líquidos / Activo	0,23	0,17	0,19	0,20

FUENTES: PitchBook, CBI, ORBIS y EUROSTAT.

a El cuadro muestra la distribución del volumen de crédito privado en función de la industria de pertenencia de la empresa receptora para el período 2021-2025. Se incluyen todas operaciones clasificadas bajo la medida estricta de crédito privado.

b El cuadro muestra el promedio de las características de las empresas en función de su domicilio y de la fuente de financiación a la que acceden. Las empresas que reciben crédito privado son aquellas que se observan como receptoras de crédito privado en Pitchbook, mientras que las empresas que reciben crédito bancario son aquellas que reportan tener deuda bancaria estrictamente positiva. La información de las empresas domiciliadas en España proviene de la Central de Balances Integrada (CBI) del Banco de España, mientras que la de las empresas domiciliadas en el área del euro proviene de ORBIS. La muestra se limita al período 2021-2024 dado que todavía no se dispone de información contable para 2025.

de crédito privado está concentrada en un número limitado de prestamistas, en su mayoría domiciliados fuera del área del euro. Esta estructura de mercado implica que perturbaciones externas (o eventos idiosincráticos que afecten a un subconjunto de

prestamistas) podrían transmitirse a un número elevado de empresas receptoras de crédito privado.

No obstante, el análisis no sugiere que las empresas que utilizan crédito privado presenten, en promedio, un perfil

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA (cont.)

de riesgo más elevado que aquellas que se financian exclusivamente mediante crédito bancario. Además, el hecho de que la mayoría de las empresas financiadas mediante crédito privado también accedan al crédito bancario sugiere que ambas fuentes de financiación muestran cierta complementariedad.

Sobre la base de estos análisis del tamaño y la estructura del sector de crédito privado en España y el área del euro no se identifican vulnerabilidades inmediatas que generen alarma. Sin embargo, los desarrollos recientes en otras jurisdicciones como EEUU, y algunas características del mercado de crédito privado observadas a nivel global justifican un seguimiento continuado de la evolución de los posibles riesgos que se puedan acumular en él⁸.

Casos de estudio a nivel global: First Brands y otros episodios similares

Durante los últimos meses, el mercado de la financiación privada ha atravesado episodios de estrés que han puesto de manifiesto algunas vulnerabilidades a nivel global. Uno de los casos más sonados fue el de First Brands —una empresa estadounidense no cotizada del sector de componentes de automoción, de mayor tamaño que las compañías españolas que suelen acceder a este tipo de financiación—, cuya quiebra puso de relieve la complejidad y opacidad de estructuras de financiación en las que confluyen distintos segmentos de la intermediación financiera.

Su modelo de negocio, basado en un crecimiento agresivo mediante adquisiciones apalancadas (*leveraged buy-outs* o LBO, por sus términos en inglés) de otras empresas competidoras del sector, se sustentaba en una combinación de instrumentos financieros que, si bien proporcionaban liquidez a corto plazo, introducían fragilidades estructurales:

1. Contratos de *factoring*⁹, mediante los cuales First Brands vendía sus facturas a sociedades de propósito especial (SPV) para su posterior titulización, con la participación de *fintech* especializadas que actuaban como intermediarias.

Aunque esta práctica le permitía retirar los activos del balance, First Brands conservaba la función de gestión y cobro de las facturas (*servicer*, por su traducción al inglés), lo que le confería control sobre los flujos de caja y le permitía distorsionar la percepción de su posición real de liquidez.

2. Préstamos sindicados¹⁰, en los que participaban fondos especializados, bancos y aseguradoras. Parte de ellos se empaquetaron en productos estructurados como CLO (*collateralised loan obligations*)¹¹, lo que permitió distribuir el riesgo crediticio entre múltiples inversores, pero hizo más difícil valorar el conjunto de la deuda que asumía.
3. Préstamos individuales, en ocasiones respaldados por el inventario físico de componentes automovilísticos de First Brands. Investigaciones posteriores identificaron prácticas irregulares, como el uso del mismo inventario como garantía en múltiples operaciones (pignoración múltiple) y deficiencias en su trazabilidad.

El detonante de su caída fue el fracaso, en agosto de 2025, de una operación clave de refinanciación liderada por el banco de inversión Jefferies, que tensionó la liquidez de First Brands y la abocó a incumplir sus compromisos de pago. Esto condujo a una pérdida generalizada de confianza en la compañía, que acabó precipitando su insolvencia en septiembre de 2025.

Además del caso de First Brands, se han dado otros episodios recientes de impagos e insolvencia en el

⁸ FSB (2026): Report on Vulnerabilities in Private Credit

⁹ Los contratos de *factoring* son acuerdos mediante los cuales una empresa vende sus facturas pendientes de cobro a un tercero a cambio de recibir liquidez inmediata. A partir de ese momento, el tercero asume la gestión y el cobro de dichas facturas, reduciendo así los plazos de cobro y, en algunos casos, parte del riesgo para la empresa.

¹⁰ Los préstamos sindicados son operaciones de financiación en las que un grupo de entidades financieras concede conjuntamente un préstamo a una empresa, compartiendo el importe, el riesgo y las condiciones. Aunque el prestatario firma un único contrato, el crédito es aportado por varios prestamistas, normalmente coordinados por una o varias entidades que actúan como bancos agentes o responsables de la estructuración.

¹¹ Las CLO (*collateralised loan obligations*) son instrumentos financieros mediante los cuales se agrupan préstamos —normalmente préstamos apalancados concedidos a empresas— y se transforman en valores que se venden a inversores. Estos valores están estructurados en distintos tramos con diferente nivel de riesgo y rentabilidad, y los pagos a los inversores dependen de los flujos generados por los préstamos subyacentes.

ANÁLISIS DEL MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO EN ESPAÑA (cont.)

mercado del crédito privado, así como de limitaciones de reembolsos en fondos. Estos, entre otros, incluyen:

- La quiebra de Tricolor Auto Group en septiembre de 2025, empresa especializada en financiación *subprime* de automóviles en EEUU.
- La quiebra de la firma hipotecaria británica Market Financial Solutions (MFS) en febrero de 2026, tras detectarse pignoración múltiple de activos, con impactos en entidades como HSBC, Barclays, Jefferies y Atlas (vehículo de Apollo).
- Restricciones y suspensiones de reembolsos en fondos de crédito privado semilíquidos de gran tamaño (incluidos Blue Owl, Cliffwater, Morgan Stanley, JPMorgan, Blackrock y Blackstone).

En conjunto, la Reserva Federal de Nueva York estima que una proporción alta del volumen de crédito privado en EEUU se destina a empresas con perfiles de riesgo más elevados (calificaciones por debajo del grado de inversión)¹². Además, este mercado ha alcanzado una escala notable en ese país y a nivel global, aunque sin llegar al tamaño alcanzado por otros segmentos del sistema financiero, como las hipotecas *sub-prime*, que han generado crisis sistémicas en el pasado¹³.

Aun así, la magnitud de las quiebras observadas hasta el momento debe ponerse en perspectiva. Por ejemplo, la deuda de First Brands, superior a 10.000 millones de dólares, representó menos del 1 % del volumen total del mercado de crédito privado en EEUU. Además, los eventos

que han afectado a fondos de mayor tamaño e importancia sistémica en EEUU han estado relacionados con fricciones de liquidez, sin que se hayan constatado deterioros generalizados de la calidad crediticia de sus inversiones.

El caso de First Brands y otros similares han puesto de manifiesto la necesidad de: i) mejorar la información disponible sobre las operaciones de crédito privado y de su transparencia ii) reforzar la supervisión de las interconexiones entre banca y entidades no bancarias, así como de la concentración de riesgos, y iii) evaluar la conveniencia de desarrollar herramientas regulatorias que permitan limitar la generación y transmisión de riesgos en el ámbito de la financiación privada.

En cualquier caso, la financiación a través del crédito privado presenta otros riesgos asociados a la liquidez y a su propia valoración, y que pueden ser relevantes desde una perspectiva de estabilidad financiera. El riesgo de liquidez se relaciona con el uso creciente de vehículos semilíquidos para canalizar inversiones hacia activos que, por su naturaleza, son intrínsecamente ilíquidos. Por su parte, el riesgo de valoración se deriva de la ausencia de precios de mercado observables, del uso de metodologías internas de valoración heterogéneas y de posibles incentivos a retrasar el reconocimiento de eventuales pérdidas. En el caso de un deterioro abrupto de las condiciones en los mercados financieros globales (véase capítulo 4), las vulnerabilidades en el sector del crédito privado podrían materializar estas clases de riesgo y generar efectos de segunda ronda, agrandando las correcciones.

12 Federal Reserve Bank of New York (2025), *NBFIs in Focus: The Basics of Private Credit*.

13 En E. Pinto (2008), "Sizing Total Exposure to Subprime and Alt-A Loans in U.S. First Mortgage Market", se documenta que el tamaño del mercado de hipotecas sub-prime de EEUU alcanzaba, bajo una definición estricta, 1,9 billones de dólares (a precios actuales) en ese año, una cifra algo superior al tamaño actual del mercado de crédito privado en EEUU, que se estimaba en torno 1,3 billones de dólares en 2024 (Berrospide et al. (2025). "Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications". FEDS Notes 2025-05-23) y entre 1,5 y 2 billones de dólares a nivel global, según el *Report on Vulnerabilities in Private Credit*, FSB (2026). No obstante, definiciones más amplias de hipotecas sub-prime y préstamos que no seguían estándares habituales de concesión pueden elevar el mencionado importe hasta 7,2 billones de dólares (a precios actuales) en 2008.



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.

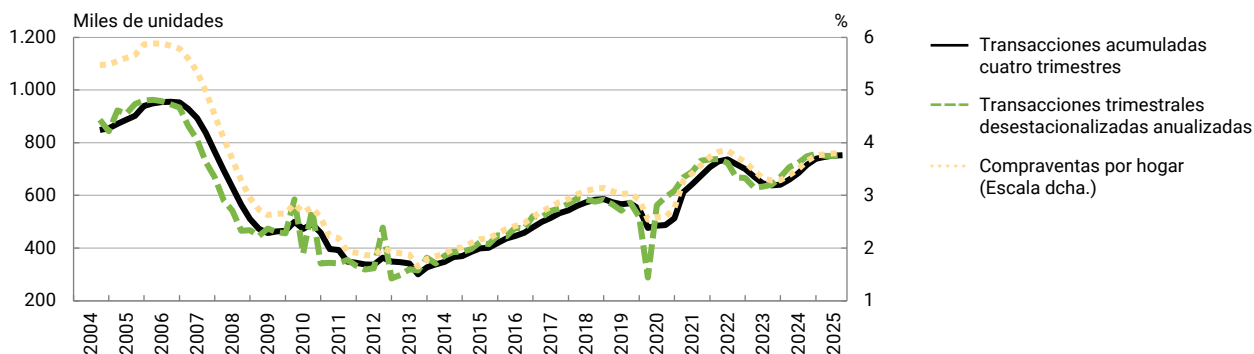
Los precios de compra de la vivienda aceleraron su ritmo de aumento con respecto a 2024. El crecimiento anual medio se situó, en términos nominales, en el 12,7 % en 2025, frente al 8,4 % en 2024. En términos reales, los precios de la vivienda crecieron a un ritmo interanual del

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.

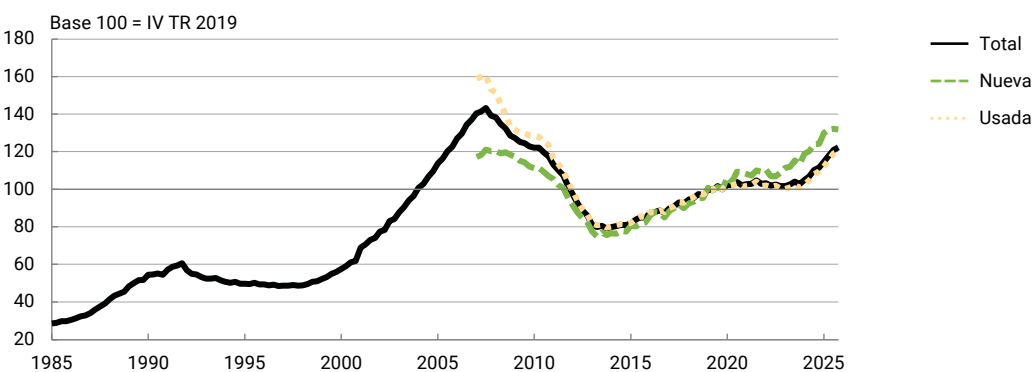
Gráfico 4.1

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.

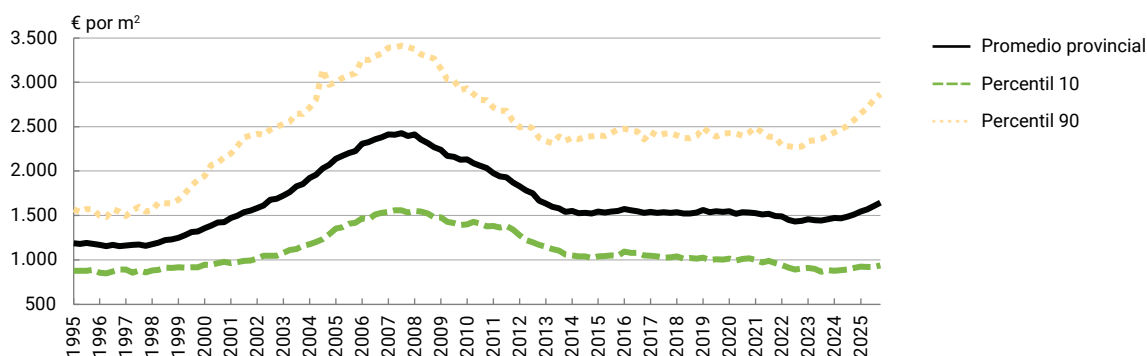
5 Las viviendas iniciadas y los visados residenciales se situaron en un rango en torno a 135 mil y 140 mil unidades en 2025.

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

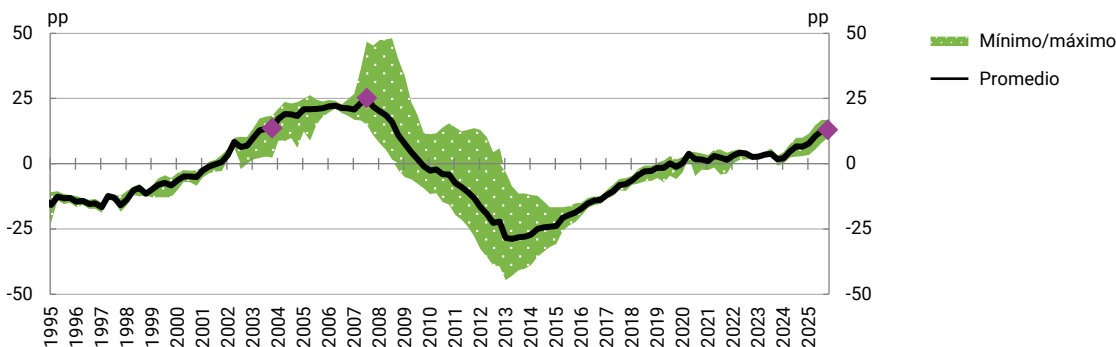
⁷ Estos indicadores presentan valores más positivos cuando las variaciones en los precios de la vivienda se sitúan en niveles altos con respecto a los esperables de acuerdo con la relación a largo plazo con la renta o los tipos de interés. Estos indicadores están sujetos a una notable incertidumbre y 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.

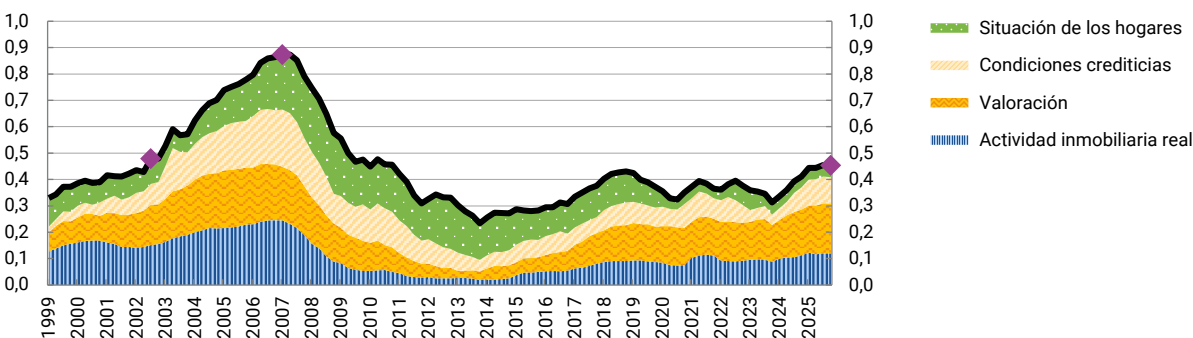
Gráfico 4.3

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.

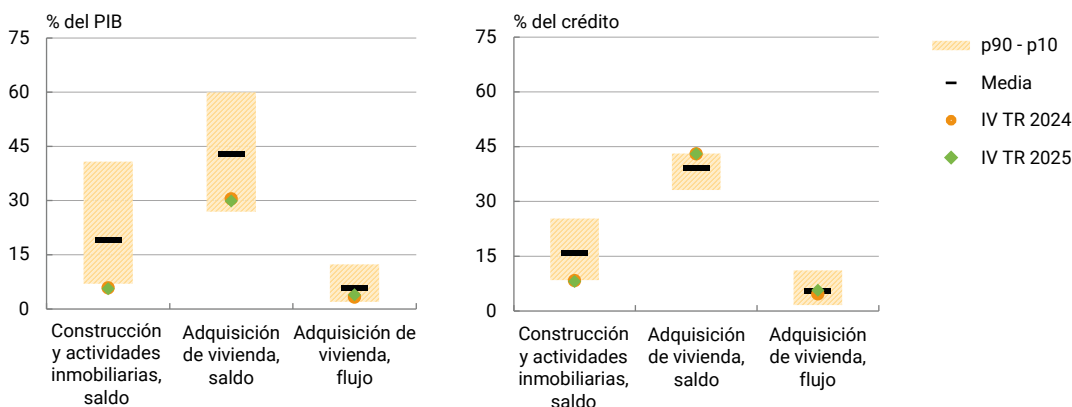
4.1.2 Financiación

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

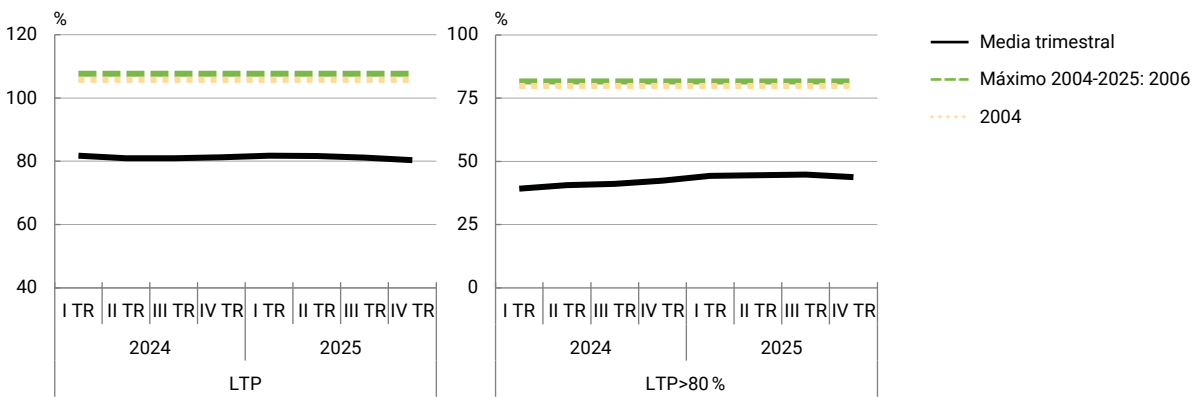
de crecimiento. No obstante, sus niveles en términos reales (véase gráfico A2.4.1.5 del anejo 2), y en relación con el PIB y con el total de crédito a hogares y empresas, se mantienen en torno a mínimos históricos (véase gráfico 4.4). El volumen real de nuevo crédito hipotecario con inmuebles comerciales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

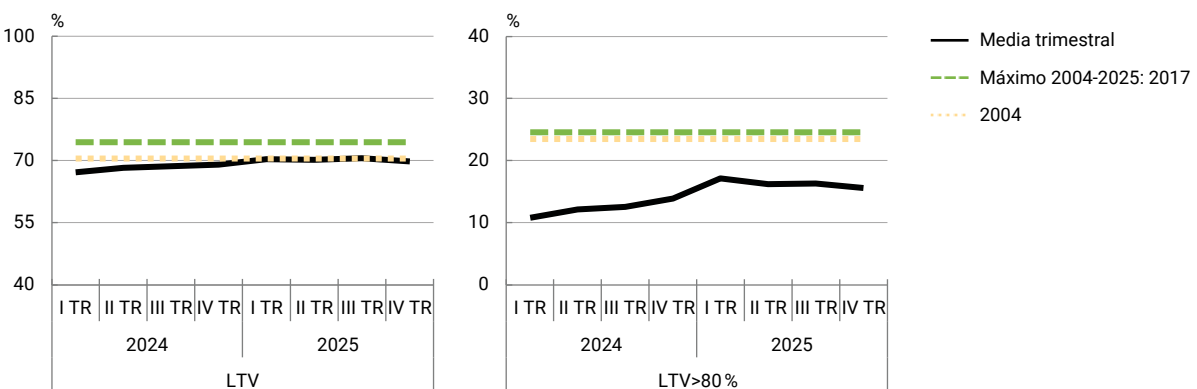
Gráfico 4.5

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.



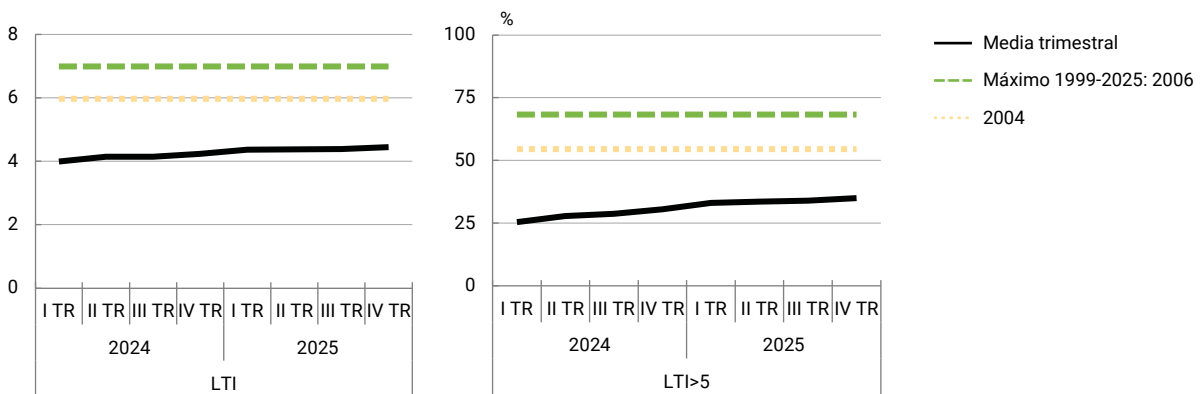
2000. De hecho, los promedios actuales del LTP se sitúan también claramente por debajo de los registrados en un punto intermedio de ese ciclo, como el año 2004 (véase gráfico 4.5.a).

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.

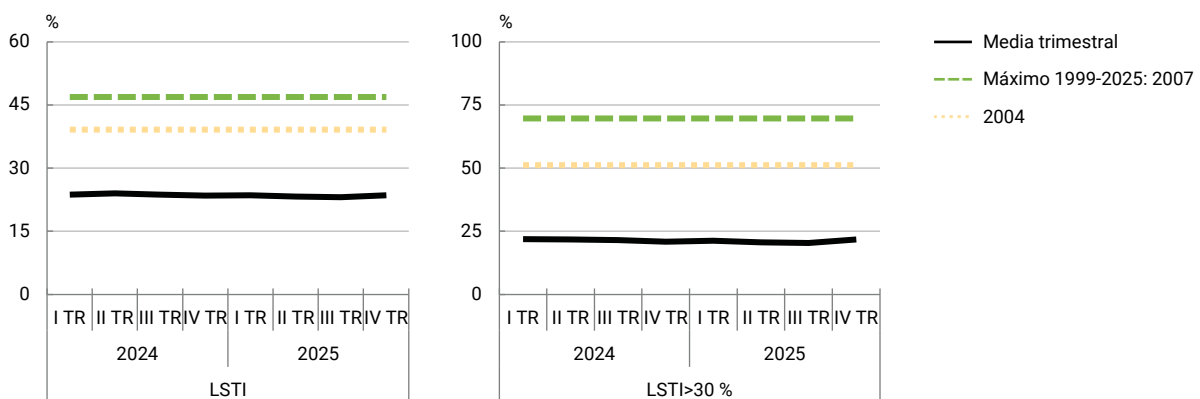
Gráfico 4.6

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.



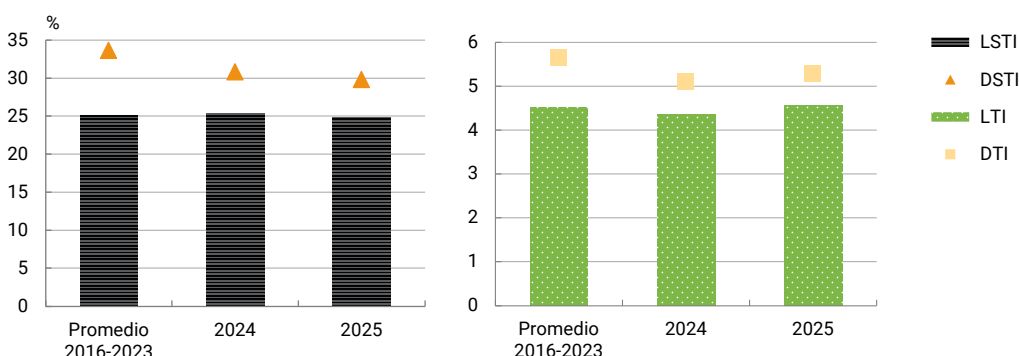
Las condiciones de financiación de nuevas operaciones hipotecarias en función de los ingresos de los hogares se mantienen en niveles igualmente contenidos, muy por debajo de sus máximos históricos. En 2024 y 2025, la media trimestral de la ratio préstamo-ingresos (LTI, por las siglas en inglés para *loan-to-income*) 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,

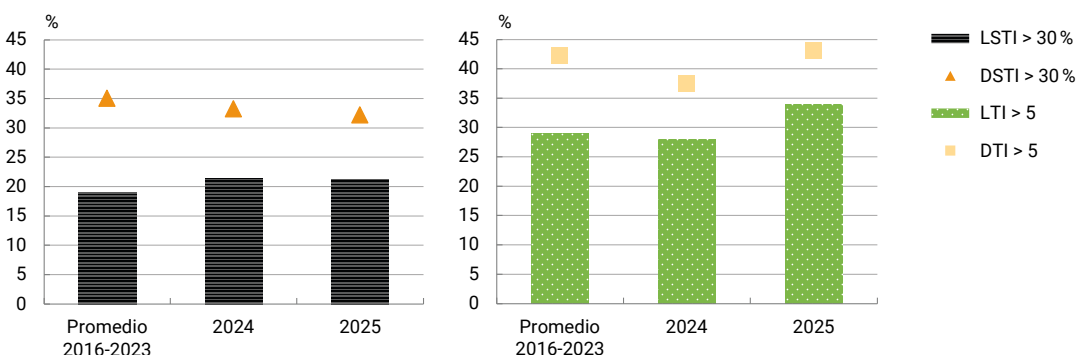
Gráfico 4.7

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.

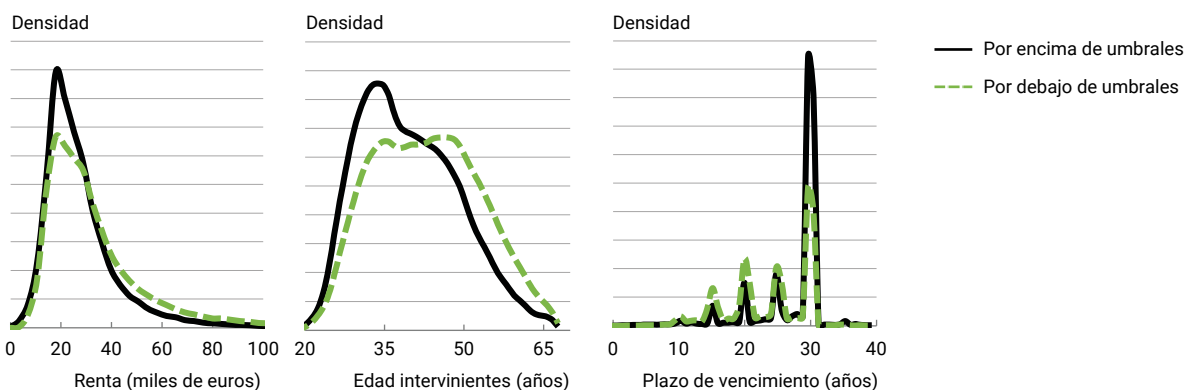
El endeudamiento total y la carga financiera total que asumen los hogares que contratan nuevas hipotecas se han mantenido relativamente estables en el período reciente. A diferencia de las ratios LTI y LSTI, que solo consideran el principal o la cuota de la nueva hipoteca, la ratio de la deuda total 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 y 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).

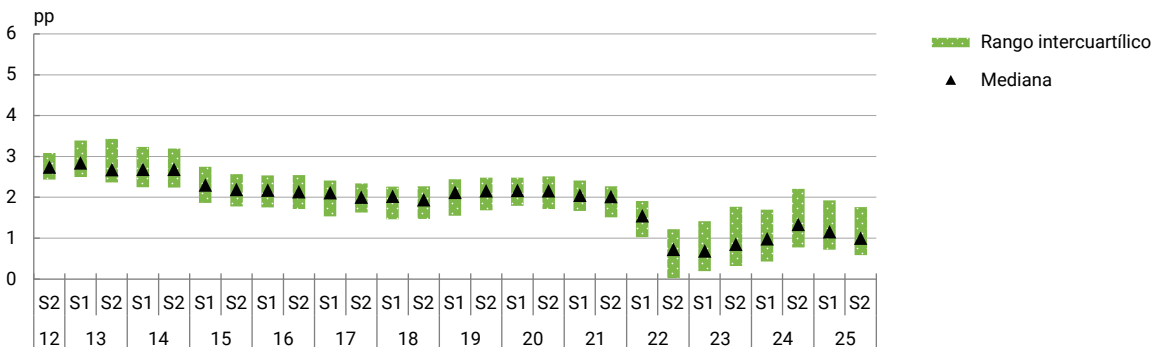
Se observa una capacidad financiera limitada de los hogares con vivienda principal en régimen de alquiler para adquirir una primera vivienda en propiedad mediante hipoteca. El recuadro 4.1 profundiza en esta cuestión a partir de información disponible en CIRBE y en el Panel de Hogares del Instituto de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

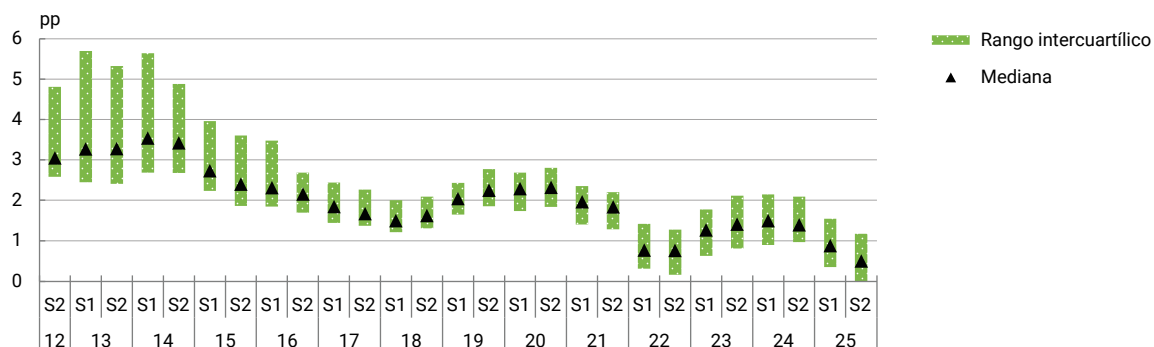
Gráfico 4.9

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.

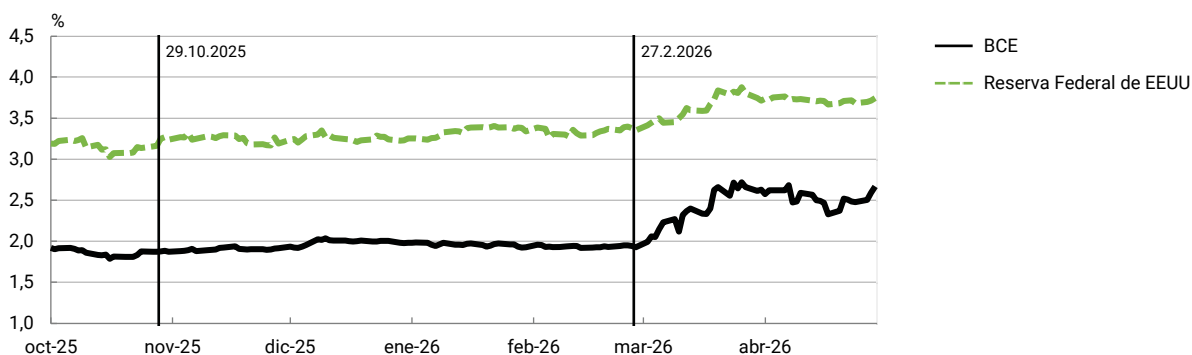
Las rentabilidades y primas de riesgo de la deuda soberana europea registraron movimientos de diferente signo en el período previo al conflicto. En Alemania, el tipo a dos años repuntó 9 pb mientras que el tipo a 30 años acumulaba un mayor aumento (+15 pb), reflejo de cierto incremento de las preocupaciones 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).

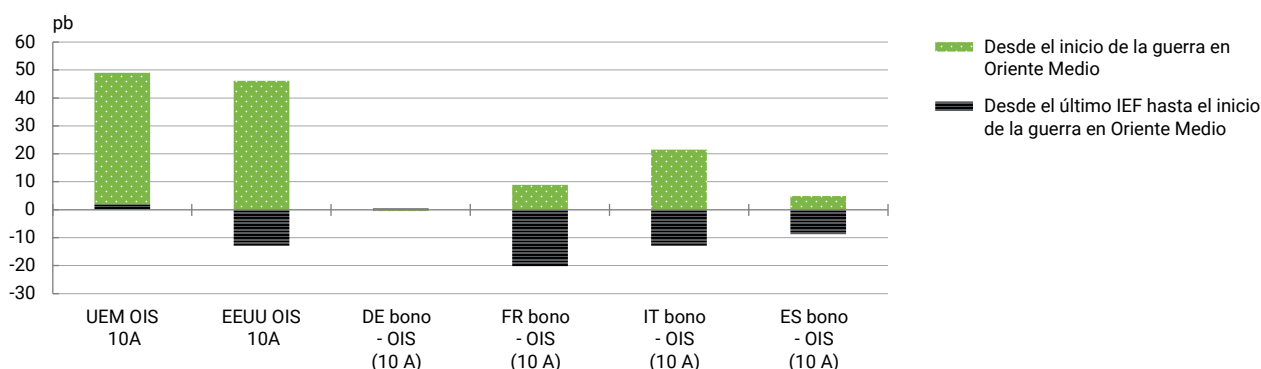
El inicio de la guerra en Oriente Medio en febrero condujo a repuntes generalizados e intensos de las rentabilidades soberanas, corregidos parcialmente tras el anuncio del alto el fuego en abril (véase gráfico 4.11.a). Los tipos de interés a diez años subieron, dentro de un grupo de economías avanzadas 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.

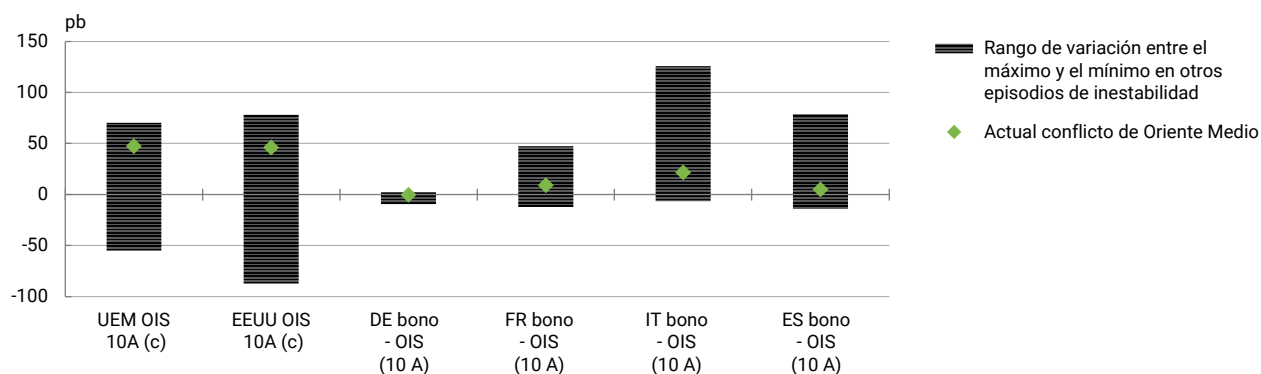
Gráfico 4.11

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

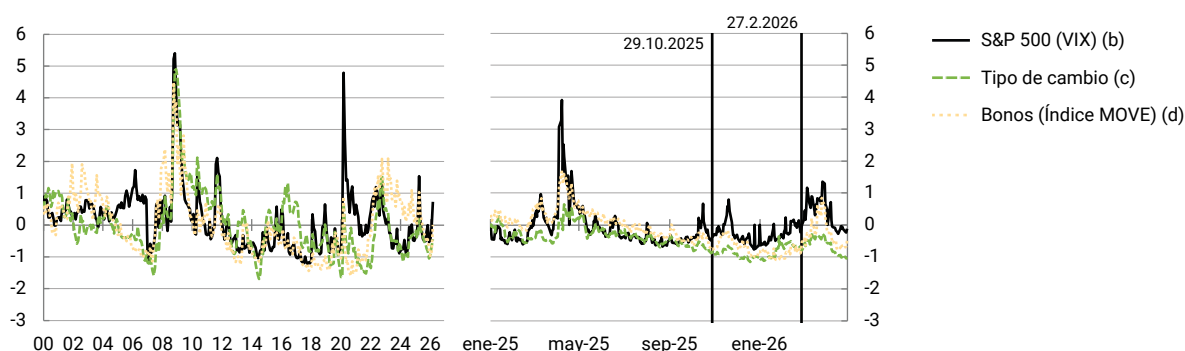
La volatilidad en los mercados de renta variable ha mostrado desde la publicación del último IEF repuntes transitorios notables vinculados a distintos factores de riesgo (véase gráfico 4.12.a). Estos incluyen, entre otros, la guerra en Oriente Medio, la incertidumbre en torno a las elevadas valoraciones 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

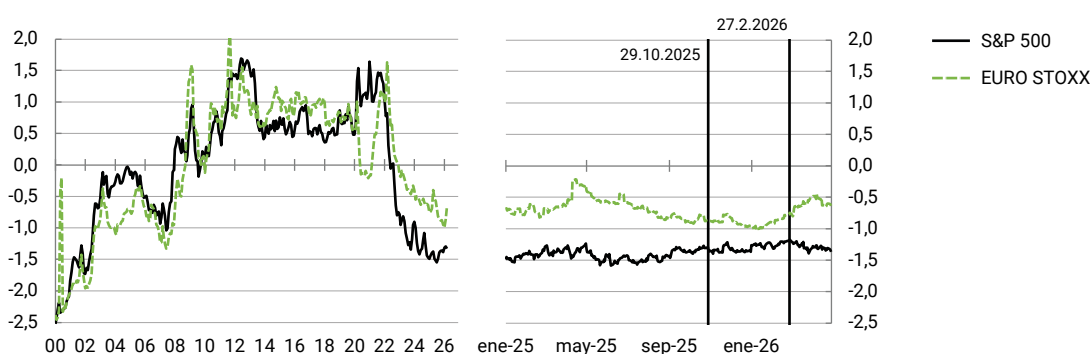
Gráfico 4.12

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)



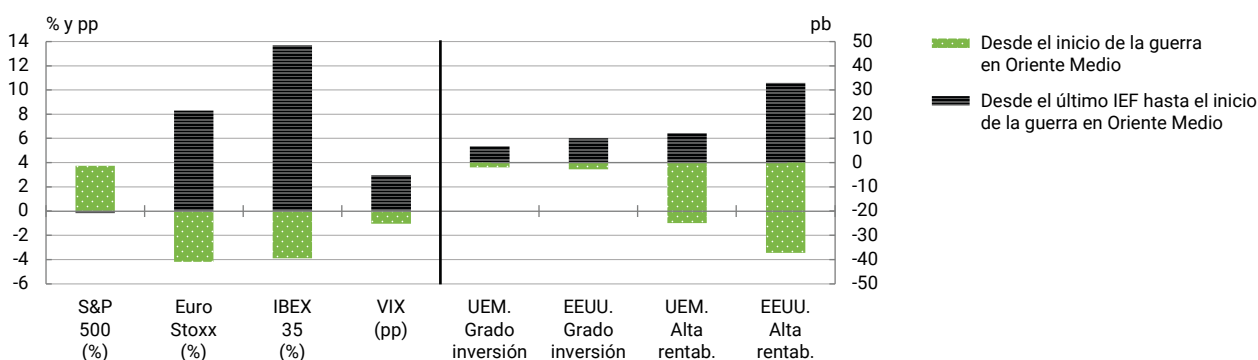
FUENTES: Bloomberg Data License, LSEG Datastream y Banco de España. Última observación: 29 de abril de 2026. El 29 de octubre de 2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha del 27 de febrero de 2026 es la del cierre anterior al inicio del conflicto de Irán.

- 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).

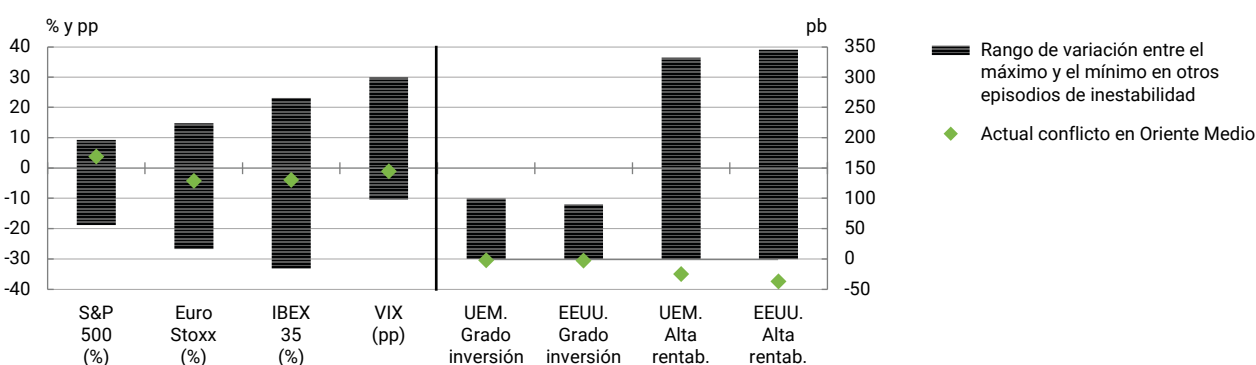
Gráfico 4.13

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.

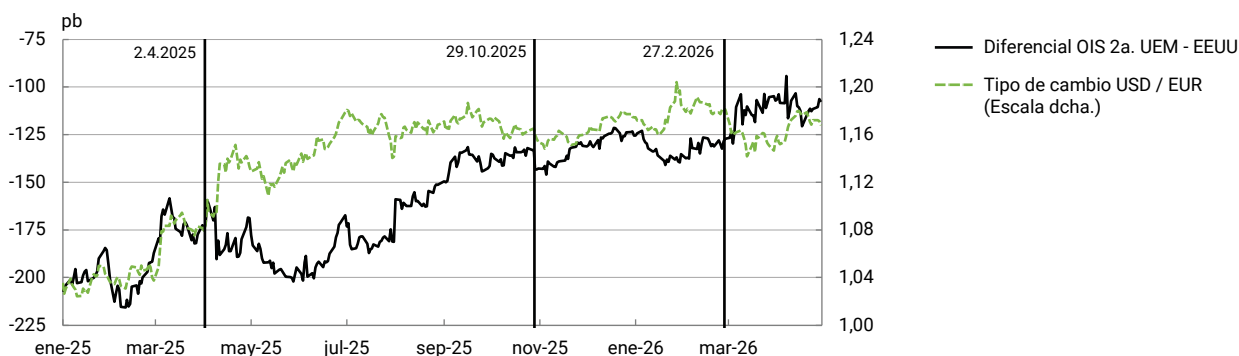
Por su parte, el precio del oro continuó aumentando durante la mayor parte del período considerado desde la publicación del anterior IEF, si bien la guerra en Irán ha cuestionado su papel de activo refugio. Los crecientes temores a que el conflicto bélico con Irán se prolongue están presionando a la 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).

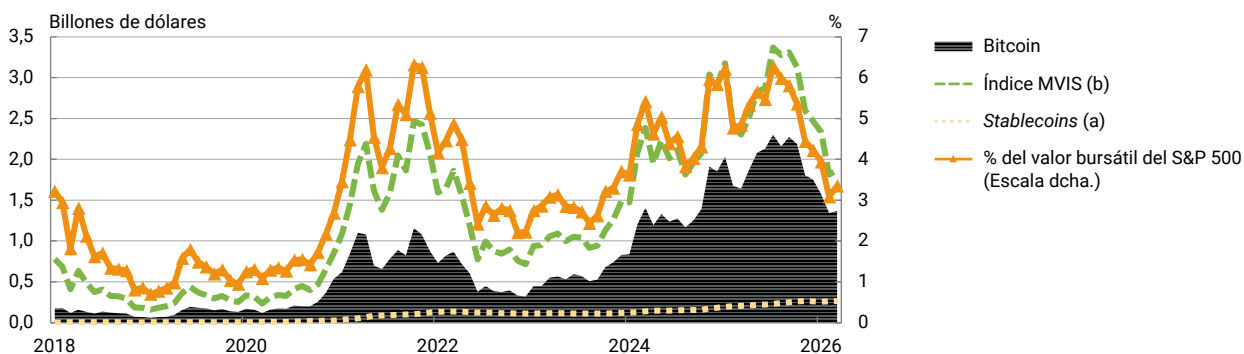
Criptoactivos

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).

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA

El acceso a la vivienda en propiedad se encuentra estrechamente vinculado a la disponibilidad de financiación hipotecaria y al grado de holgura con el que los hogares pueden cumplir con estándares prudentes de endeudamiento hipotecario¹. Este recuadro analiza en qué medida la capacidad financiera de los hogares se asocia con el acceso a la primera vivienda en propiedad mediante hipoteca en España. Además, esta pieza de análisis es relevante para una valoración completa de las implicaciones económicas de las oscilaciones en el ciclo de crédito, y del potencial despliegue de límites macroprudenciales sobre los estándares de concesión de crédito hipotecario para hogares —también denominadas «medidas basadas en prestatarios» o *Borrower Based Measures* (BBM)—.

La literatura disponible para distintas economías pone de manifiesto que los criterios prudentes de concesión de crédito, basados en características del préstamo y del prestatario, tienden a contribuir a contener la acumulación de vulnerabilidades financieras en fases expansivas del ciclo financiero, tanto por la parte de los hogares prestatarios como por la parte de las entidades bancarias. Entre estos criterios de concesión hipotecaria destacan la ratio préstamo-precio (*Loan-to-Price* o LTP) o la ratio de servicio de la deuda sobre la renta (*Debt-Service-to-Income* o DSTI).

No obstante, si bien dichos criterios pueden ayudar a mitigar vulnerabilidades financieras, también pueden influir en la composición de la demanda de vivienda al modificar las condiciones de acceso a la financiación hipotecaria². La literatura reciente sobre BBM documenta que estas políticas pueden inducir disminuciones o reasignaciones del crédito hipotecario entre prestatarios, prestamistas y áreas geográficas, con potenciales implicaciones distributivas y efectos sobre el margen

compra–alquiler, que dependen tanto del diseño de estas (por ejemplo, uso de límites más estrictos solo sobre cierta proporción de los prestatarios, *speed limits*, por su terminología en inglés) como del entorno macrofinanciero³.

En el marco de este análisis, se considera que un hogar presenta baja capacidad financiera cuando no cumple con unos determinados requisitos fijados por las entidades bancarias o por la regulación prudencial para acceder a préstamos hipotecarios. Además, se distingue entre una baja capacidad financiera asociada a una insuficiente capacidad de ahorro previo (riqueza) y una baja capacidad financiera vinculada a limitaciones en la capacidad de pago recurrente (renta)⁴.

El objetivo de este recuadro es caracterizar empíricamente cómo la capacidad financiera de los hogares para adquirir la vivienda deseada—la vivienda que un hogar adquiriría en ausencia de limitaciones financieras vinculantes dadas sus características observadas— se relaciona con la probabilidad efectiva de transitar desde el régimen de vivienda principal en alquiler hacia la tenencia en propiedad mediante hipoteca a corto plazo. Esta aproximación se inspira en la literatura clásica sobre capacidad de endeudamiento y tenencia de vivienda, que estima una demanda de vivienda deseada latente a partir de hogares con capacidad financiera suficiente y la extrapola al conjunto de hogares (con independencia de su régimen de tenencia o de su nivel de capacidad financiera)⁵.

El ejercicio empírico de este recuadro utiliza el *Panel de Hogares, 2016-2023*. Se trata de un conjunto muy rico de microdatos distribuido por el Instituto de Estudios Fiscales (Ministerio de Hacienda) para investigadores. Esta base de datos integra información proveniente de registros administrativos de la Agencia Tributaria, el Instituto

1 Véase Rosenthal (2002), quien ilustra con datos de EE.UU. que la propiedad de vivienda depende crucialmente de restricciones crediticias, hipotecas disponibles y capacidad de endeudamiento prudente. En España, según estimaciones propias realizadas en el marco de este análisis, un 67 % de las adquisiciones de primera vivienda fueron realizadas con financiación hipotecaria en el periodo 2017-2023.

2 Véanse Akinci y Olmstead-Rumsey (2018), y Kuttner y Shim (2016). Estos trabajos muestran cómo las herramientas macroprudenciales que imponen límites en la concesión hipotecaria sobre los ratios LTV y DSTI reducen riesgos crediticios, moderan ciclos financieros y afectan al acceso hipotecario.

3 Véase Carro, Galán, Martorell y Vegas (2025) para una revisión pormenorizada de la literatura existente sobre los efectos de las medidas macroprudenciales basadas en el prestatario. Véase Peydró, Rodríguez-Tous, Tripathy y Uluc (2024), quienes analizan los efectos redistributivos de las políticas macroprudenciales en el entorno de Reino Unido.

4 Se trata de un enfoque similar al utilizado en Mayordomo (2008) para analizar el efecto de la capacidad financiera de los hogares sobre el régimen de tenencia en España antes de la crisis financiera global.

5 Véanse Linneman y Wachter (1989), y Haurin, Hendershott y Wachter (1997). Estos estudios identifican la demanda latente de vivienda de los hogares y cuantifican cómo las restricciones crediticias, principalmente las relacionadas con la riqueza previa, reducen la tenencia en propiedad de vivienda principal.

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)

Nacional de Estadística y la Seguridad Social. La información se ofrece a nivel de persona, hogar y activo financiero o propiedad inmobiliaria, con un volumen de variables y de observaciones elevado y con alta representatividad por comunidad autónoma, tipo de hogar y nivel de renta⁶.

A partir de estos microdatos, se construye un panel con un total de 7,7 millones de observaciones que permite un seguimiento completo del hogar entre 2017 y 2023, con información detallada sobre cada tipo de activo poseído (incluida la vivienda principal) y deuda en el año presente y en el año anterior y distintos componentes de rentas, vida laboral, inversión y gasto, además de los detalles censales territoriales, familiares y sociodemográficos⁷. La localización de los inmuebles y de la residencia principal de los individuos se identifica a nivel de sección censal, lo que facilita la inclusión de controles territoriales relativamente finos en el análisis.

Un elemento relevante para este recuadro es que, mientras el principal de las deudas vivas (incluida la hipoteca para la vivienda principal) se observa directamente en los microdatos administrativos previamente descritos, el tipo de interés y el vencimiento de dichas deudas se imputan mediante procedimientos de emparejamiento por celdas de características a partir de los microdatos de operaciones hipotecarias de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), empleando variables observables

del hogar y de su entorno⁸. Con ello se construyen medidas consistentes de carga financiera hipotecaria y, en particular, la ratio DSTI como servicio anual de la deuda en relación con la renta del hogar, lo que permite aproximar de forma diferenciada la capacidad financiera ligada al pago recurrente de la cuota hipotecaria y la capacidad financiera asociada a la disponibilidad de ahorro previo.

El análisis de este recuadro se estructura en cuatro etapas: i) estimación del precio deseado de la vivienda principal a comprar mediante hipoteca; ii) construcción del indicador de capacidad financiera para poder comprar la vivienda deseada bajo criterios de concesión hipotecaria prudentes frecuentemente utilizados por las entidades bancarias; iii) estimación de la relación entre el indicador de capacidad financiera para adquirir la vivienda deseada mediante hipoteca y la decisión efectiva de compra-alquiler; y iv) ejercicio contrafactual de variación del umbral que determina la existencia de restricciones financieras y su impacto en el número de compradores de primera vivienda a través de hipoteca.

Estimación del precio deseado de la vivienda principal

La primera etapa del análisis consiste en estimar el precio de la vivienda principal que cada hogar desearía adquirir mediante hipoteca dadas sus características sociodemográficas, laborales, económicas y geográficas observadas. Para ello se selecciona una muestra con los

6 Se dispone de información relativa a individuos fiscalmente residentes en el Territorio Fiscal Común. No hay cobertura de aquellos que residen en Navarra y el País Vasco. La información se estratifica por 17 comunidades o ciudades autónomas, 10 tipologías de hogares según su estructura de miembros y 9 tramos de renta, lo que supone un total de 1.530 estratos para los cuales la información proporcionada es representativa al 99 %. En el año 2023 el panel incluye 1,19 (3,55) millones de hogares (individuos), lo que supone un 6,66 % (7,83 %) del total de hogares (individuos). Para más información, véase [Instituto de Estudios Fiscales \(2025\)](#).

7 Se construye un identificador de la unidad de convivencia u hogar que agrupa a distintos individuos en un determinado año que comparten una misma situación residencial efectiva. En el caso de aquellos con vivienda en propiedad, la unidad se define agrupando a todos los copropietarios de la vivienda adquirida o en propiedad. En las restantes situaciones de no tenencia en propiedad de la vivienda principal, la unidad se construye a partir de la vivienda (o referencias catastrales asociadas) de residencia habitual y del régimen de tenencia, distinguiendo entre alquiler a precio de mercado, por debajo de mercado, cesión por familiares y situaciones de individuos no emancipados. Para casos de viviendas donde se está alquilando en régimen compartido (no unifamiliar) se identifican varias unidades diferenciadas dentro de una misma vivienda. Las personas no emancipadas se identifican individualmente como unidades independientes no emancipadas cuando residen con familiares propietarios o inquilinos principales y no presentan una situación residencial independiente.

8 El procedimiento de emparejamiento por celdas de características consiste en imputar el tipo de interés y el vencimiento medio de las deudas vivas observadas en los microdatos del *Panel de Hogares* a partir de las operaciones registradas en el mismo año en los microdatos de la CIRBE para hogares que presentan valores similares de principal vivo, renta neta, ratio préstamo-precio, trabajador por cuenta propia o ajena, funcionario, edad, número de intervinientes, provincia, tamaño del municipio, intensidad del mercado inmobiliario en el código postal, tamaño de la vivienda y si es de nueva construcción. En los microdatos de la CIRBE se estiman regresiones del tipo de interés y del vencimiento en función de estas variables observables. Los coeficientes estimados obtenidos se aplican posteriormente a los microdatos del *Panel de Hogares* para predecir, a partir de los mismos valores observables, el tipo de interés y el vencimiento de las deudas vivas observadas en esta última base de datos. Cada celda de características agrupa un rango específico de valores para cada una de estas variables, de modo que se asume que los hogares dentro de la misma categoría enfrentan una demanda comparable y condiciones de oferta homogéneas. Se utiliza este proceso porque tanto la información de la CIRBE como la del *Panel de Hogares* está debidamente anonimizada y no es posible un enlace directo entre estas diferentes bases de microdatos.

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)

hogares que compran por primera vez una vivienda principal en propiedad financiada con una hipoteca. Dentro de este conjunto de hogares se diferencian dos grupos. El primero es el de los compradores con capacidad financiera elevada, que realizan la operación de compra de su primera vivienda mediante una hipoteca con un margen financiero holgado.

Se considera que estos individuos presentan alta capacidad financiera asociada a la riqueza cuando su riqueza neta total —esto es, activos totales menos deudas pendientes— antes de la compra sería suficiente para cubrir una entrada del 20 % del precio de la vivienda efectivamente adquirida (una ratio LTP no superior al 80 %), así como los costes e impuestos habituales asociados a la transacción, además del equivalente a un año de consumo. Asimismo, para considerarse con alta capacidad financiera asociada a la renta, estos individuos deberían poder acceder a una hipoteca concedida por un LTP no superior al 80 % con una ratio de servicio de la deuda inferior al 35 % de su renta neta⁹. El precio pagado por estos hogares con alta capacidad financiera (tanto en términos de riqueza como de renta) en el acceso a crédito hipotecario se interpreta como una aproximación válida al precio deseado de la vivienda a comprar mediante hipoteca.

El segundo grupo corresponde a los compradores con baja capacidad financiera, que adquieren una vivienda mediante hipoteca a un precio que podría estar condicionado por limitaciones en su capacidad financiera y, por tanto, no reflejar plenamente el precio al que realmente preferirían comprar mediante el uso de financiación hipotecaria. En concreto, se trataría de aquellos hogares que no tendrían

una riqueza neta total previa a la compra suficiente para afrontar una entrada del 20 % de la vivienda efectivamente comprada (más los costes e impuestos asociados a la misma), además del equivalente a un año de consumo, o que no podrían acceder a una hipoteca por un 80 % del precio de la casa que efectivamente compran soportando una ratio DSTI inferior al 35 %. Es importante clarificar que el superar estos umbrales y ser clasificados como hogares con baja capacidad financiera en este análisis no implica una exclusión automática de la posibilidad de compra de vivienda con hipoteca (por ejemplo, un banco puede elegir aplicar criterios más laxos en algún caso o el comprador disponer de apoyo familiar), pero sí es indicativo de que el hogar afronta limitaciones relevantes de capacidad financiera en sus decisiones de primera compra de vivienda¹⁰.

Para identificar la relación entre el precio demandado de vivienda principal a comprar mediante hipoteca por un hogar y sus características sin el condicionante de la capacidad financiera, la estimación del precio deseado de vivienda a adquirir mediante hipoteca se realizará tomando únicamente el grupo con alta capacidad financiera. Para ello, se implementa una regresión con censura (marcada por los distintos niveles de capacidad financiera previamente descritos) en la que la variable dependiente es el precio de la vivienda adquirida mediante hipoteca y que incorpora como variables explicativas características del hogar sociodemográficas, laborales, económicas y territoriales del hogar¹¹.

Se observa que, mientras los hogares con alta capacidad financiera realizan compras efectivas de vivienda mediante hipoteca por precios muy similares a los

9 Estos umbrales, empleados para clasificar a los compradores de primera vivienda con hipoteca como de baja o alta capacidad financiera, y que además coinciden con los niveles a partir de los cuales las autoridades macroprudenciales de varias economías consideran las hipotecas como de riesgo alto, son también los que utilizan con mayor frecuencia las entidades bancarias españolas en sus prácticas habituales de concesión hipotecaria. Al analizar la proporción de hipotecas concedidas en este periodo justo en cada límite de LTP, se observa que el umbral predominante es el del 80 %, que concentra el 24 % de todas las operaciones. El siguiente límite más utilizado es el LTP del 90 %, que agrupa el 11 % del total de las operaciones. Además, según cálculos realizados con la CIRBE, la proporción de hipotecas otorgadas entre 2016 y 2025 con un LTV exactamente en el límite del 80 % es la mitad de la proporción concedida con un LTP del 80 %, lo que evidencia que el criterio LTP prevalece sobre el criterio LTV en las prácticas de concesión hipotecaria en España.

10 Los umbrales seleccionados para catalogar a los compradores de primera vivienda con hipoteca según su capacidad financiera son independientes de los criterios de concesión efectivamente soportados por cada hogar. Por ejemplo, aunque un hogar acceda efectivamente a una hipoteca con un LTP mayor del 80 % o con un DSTI mayor del 35 %, sería considerado con capacidad financiera alta si su riqueza neta total previa a la compra y su renta le fueran suficientes para comprar la casa que efectivamente compra (y soportar los impuestos y costes asociados a la transacción, así como al menos un año completo de consumo) con unos estándares de concesión prudentes, esto es, inferiores al LTP del 80 % y al DSTI del 35 %.

11 Una regresión con censura es un tipo de modelo estadístico diseñado para situaciones en las que no podemos observar completamente el valor real de la variable dependiente, porque está limitado por algún umbral. En el caso de la vivienda, esto ocurre porque el valor deseado de esta solo se observa para los hogares que adquieren un inmueble con capacidad financiera alta, mientras que para los hogares con capacidad financiera baja o que viven de alquiler ese valor no es observable.

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)

Gráfico 1
Distribución de precios de compra de primera vivienda mediante hipoteca de hogares con alta capacidad financiera (a) (b)

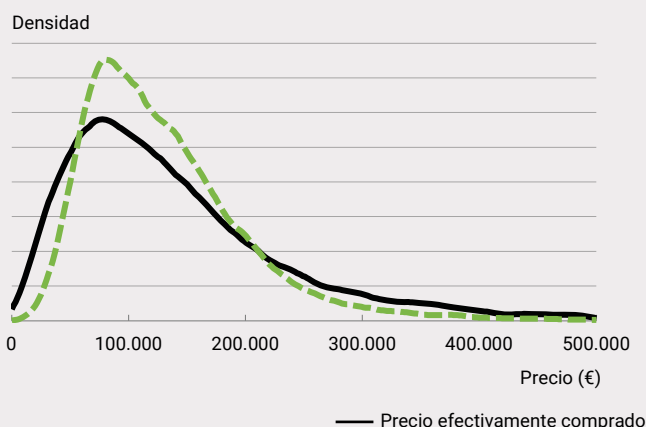
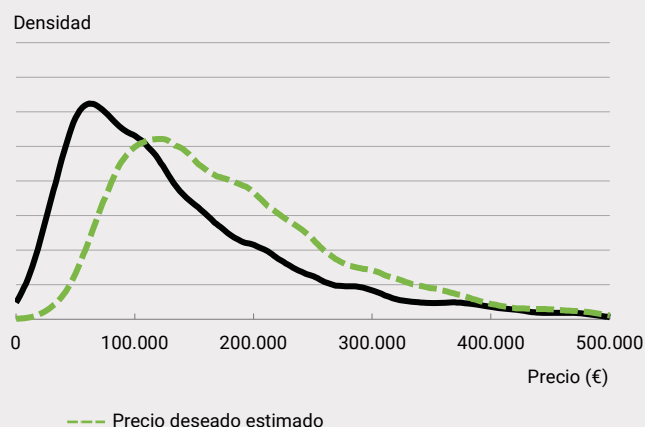


Gráfico 2
Distribución de precios de compra de primera vivienda mediante hipoteca de hogares con baja capacidad financiera (a) (c)



FUENTES: Panel de Hogares (AEAT, INE, Seg. Social) y Banco de España. Período muestral: 2016-2023.

- a** El valor deseado de la vivienda se estima mediante una regresión lineal del logaritmo del precio de primera compra con hipoteca observado, censuradas por la presencia de limitaciones en la capacidad financiera frecuentemente observadas en las prácticas del sector bancario en su negocio hipotecario con hogares. El modelo incluye variables en logaritmos de ingresos, riqueza y precios del alquiler en la sección censal, controles de herencia o donación recibida y un amplio conjunto de variables categóricas sociodemográficas, laborales y territoriales. El valor deseado se obtiene reescalando exponencialmente el valor predicho tras la estimación para cada hogar según su célula de características.
- b** Hogares con alta capacidad financiera: hogares que compran primera vivienda a través de hipoteca y que dispondrían de una riqueza neta total previa a la compra superior a una entrada del 20% del valor de la vivienda efectivamente comprada y a sus impuestos y costes de transacción asociados y que, además, podrían acceder a una cuota hipotecaria que no superara, junto con el resto de sus otras cuotas vivas, el 35% de su renta neta para una potencial hipoteca por el 80% del precio de la vivienda efectivamente comprada.
- c** Hogares con baja capacidad financiera: hogares que compran primera vivienda a través de hipoteca y que no dispondrían de una riqueza neta total previa a la compra superior a una entrada del 20% del valor de la vivienda efectivamente comprada y a sus impuestos y costes de transacción asociados, o que no podrían acceder a una cuota hipotecaria, junto con el resto de sus otras cuotas vivas, inferior al 35% de su renta neta para una potencial hipoteca por el 80% del precio de la vivienda efectivamente comprada.

deseados (véase gráfico 1), los hogares con baja capacidad financiera que llegan a comprar mediante hipoteca lo hacen sistemáticamente por debajo del precio deseado (véase gráfico 2)¹². Las diferencias medianas por tipo de hogar respaldan esta conclusión. En los hogares con alta capacidad financiera, la diferencia mediana entre el precio observado de la vivienda y el deseado es de apenas 1.000 euros, mientras que en los hogares con

capacidad financiera limitada la vivienda que efectivamente adquieren queda, en mediana, unos 45.000 euros por debajo de la que desearían con arreglo a sus características particulares observadas¹³. En otras palabras, algunos hogares que presentan una capacidad financiera limitada para adquirir la vivienda que desean mediante hipoteca terminan accediendo a la propiedad, pero a un precio sensiblemente inferior.

12 El precio deseado estimado es una predicción estadística media condicional para hogares con determinadas características, no una preferencia individual observable. Por ello, incluso entre hogares con capacidad financiera alta es habitual observar compras por debajo o por encima de dicho valor, debido a heterogeneidad no observada, fricciones de búsqueda o negociación, o decisiones voluntarias (como menor endeudamiento o mayor liquidez). Además, la condición de capacidad financiera alta se define por la capacidad de financiar la vivienda efectivamente adquirida bajo criterios prudentes, no por la obligación de endeudarse al máximo ni por desear siempre un precio mayor. En este contexto, el estrecho ajuste en mediana y el solapamiento de las distribuciones indican que, para los hogares con capacidad financiera alta, el precio observado es una buena aproximación del valor deseado estimado según sus características y localización. Las desviaciones observadas reflejan principalmente dispersión idiosincrática, no limitaciones de capacidad financiera vinculantes. En cambio, los hogares con capacidad financiera baja compran de forma sistemática viviendas con precios claramente inferiores a los estimados como deseados.

13 En línea con los resultados de Araujo, Barroso y González (2020), quienes estiman para Brasil que los prestatarios con baja capacidad financiera compran viviendas un 30% más baratas manteniéndose en el techo de LTV. También en línea con Tzur-Ilan (2018), quien estima para Israel que los afectados por un límite sobre LTV compran casas más baratas, reportando cómo las limitaciones en la capacidad financiera inducen desplazamientos hacia vecindarios de menor calidad o hacia viviendas más pequeñas.

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)**Construcción del indicador de capacidad financiera**

A partir del precio deseado imputado, se construye un indicador de capacidad financiera para la adquisición de la vivienda deseada que compara dicho precio deseado con el principal hipotecario máximo compatible con criterios prudentes de concesión (LTP no superior al 80 % y DSTI no superior al 35 %) según la riqueza y renta del hogar. Un hogar se clasifica como con baja capacidad financiera cuando, para adquirir su vivienda deseada, tendría que superar alguno de estos umbrales en la concesión de su hipoteca, distinguiéndose además si la limitación en la capacidad financiera proviene de una insuficiente riqueza (entrada) o de una renta exigua (capacidad de pago). Esta distinción es coherente con la evidencia comparada que enfatiza el papel de los requisitos de entrada y liquidez como barreras frecuentes al acceso a vivienda en propiedad a través de hipoteca¹⁴.

Durante el período de análisis, alrededor de un 86 % de los hogares que viven en alquiler o que adquieren su primera vivienda con hipoteca presentaban anualmente una baja capacidad financiera asociada a la riqueza para acceder a compra la vivienda deseada mediante una potencial hipoteca bajo criterios de concesión prudentes. La proporción de estos hogares que presentaba una baja capacidad financiera asociada a la renta para hacer frente a los pagos regulares de su potencial cuota hipotecaria se situaba en el entorno del 35 %.

Estimación de la relación entre el indicador de capacidad financiera y la decisión compra-alquiler

A partir del indicador de baja capacidad financiera para la adquisición de la vivienda deseada mediante hipoteca, se estima cuánto varía la probabilidad de compra de primera vivienda a través de hipoteca según el nivel de capacidad financiera.

Condicionado a que un hogar ocupe su vivienda en régimen de alquiler y no haya sido propietario con anterioridad (ni

reciba la vivienda en herencia o donación directa), y controlando por todas las características observables del hogar, la probabilidad media anual estimada de que transite a primera compra de vivienda con hipoteca se sitúa en torno al 8,4 % para las unidades con capacidad financiera alta, frente al 2,8 % para las unidades con capacidad financiera baja (véase gráfico 3). Por tanto, una capacidad financiera menor para adquirir la vivienda deseada se asocia con una reducción de la probabilidad media anual estimada de compra con hipoteca de aproximadamente 5,6 puntos porcentuales, lo que supone un aumento equivalente en la probabilidad de optar por el alquiler. Al analizar las limitaciones a la capacidad financiera por separado, la asociada a la riqueza muestra un efecto estimado mayor que la vinculada a la renta, en línea con la evidencia previa para España y con la literatura clásica sobre dificultades de entrada (véase gráfico 4)¹⁵.

Ejercicio contrafactual de variación del umbral que determina la existencia de restricciones financieras

Por último, se presentan dos ejercicios contrafactuales que muestran cómo podría variar el número de compradores de primera vivienda con hipoteca ante distintos umbrales alternativos de LTP y DSTI que definen las restricciones financieras. Estos umbrales alternativos se analizan por separado para cada criterio de concesión. El número de hogares que adquieren por primera vez una vivienda principal mediante hipoteca se reduciría un 10,2 % si se introdujera una restricción de riqueza definida por un umbral de LTP del 80 %. En el caso de que el límite máximo de LTP fuera del 90 %, la disminución sería del 6,2 % (véase gráfico 5)¹⁶. Esto se traduce en que la probabilidad de que un hogar arrendatario transite hacia su primera vivienda en propiedad a través de hipoteca se reduciría del 3,39 % al 3,05 % si se introdujera una restricción de riqueza definida por un umbral de LTP del 80 %, o al 3,18 % en el caso de que el límite máximo de LTP fuera del 90 %.

Un ejercicio análogo para distintos umbrales de restricción financiera basados en la ratio de servicio de la deuda

14 Véanse Engelhardt (1996) y Boar, Gorea y Midrigan (2022). Ambos estudios documentan cómo las barreras más frecuentes al acceso a la vivienda en propiedad no son solo las preferencias o la renta permanente, sino los requisitos de entrada (ahorro previo para pago inicial o entrada) y las limitaciones de liquidez asociadas a la financiación hipotecaria.

15 En línea con los resultados de Linneman y Wachter (1989), Engelhardt (1996), Haurin, Hendershott y Wachter (1997) y Mayordomo (2008). Estas piezas analíticas muestran que la necesidad de acumular un pago inicial genera limitaciones de liquidez (riqueza neta) vinculantes incluso para hogares con renta suficiente, reforzando que el canal de riqueza domina al de renta en el margen de entrada a la propiedad.

16 En línea con los resultados de Aastveit, Juelsrud y Wold (2020), quienes encuentran que un límite de un LTV de 80 % induce una reducción del 6 % en la probabilidad anual de compra de vivienda mediante hipoteca con microdatos de Noruega.

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)

Gráfico 3
Probabilidad anual media estimada de compra de primera vivienda mediante hipoteca según capacidad financiera (a) (b)

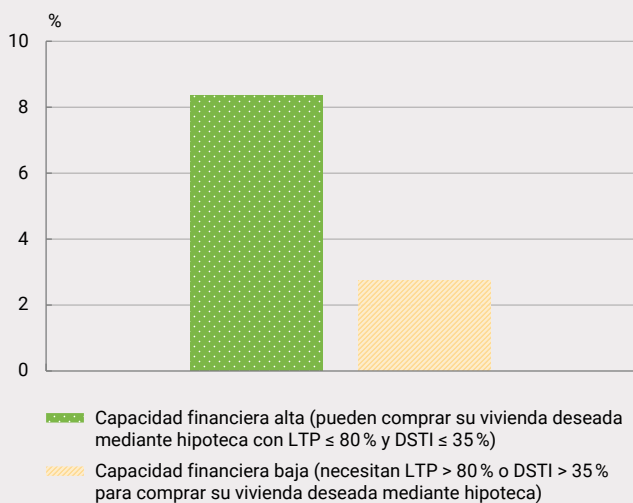
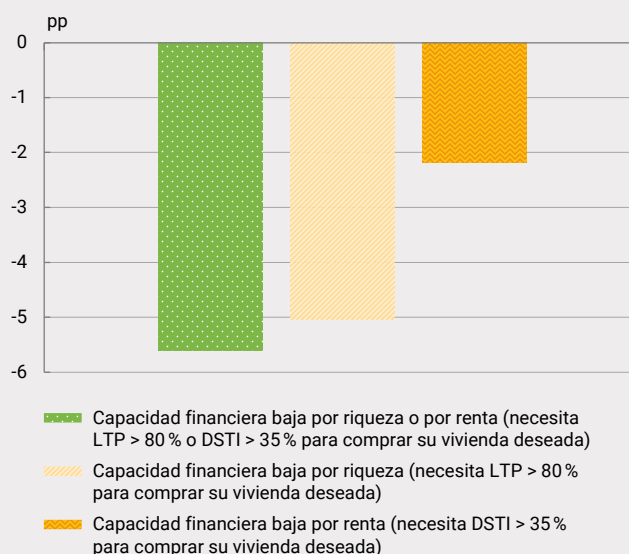


Gráfico 4
Efecto marginal de la capacidad financiera en la probabilidad anual media estimada de compra de vivienda principal mediante hipoteca (a) (b)



FUENTES: Panel de Hogares (AEAT, INE, Seg. Social) y Banco de España. Período muestral: 2016-2023.

- a La capacidad financiera alta en relación con el ahorro (riqueza neta) disponible viene determinada por necesitar un LTP ≤ 80 % para poder financiar la compra de la vivienda deseada (más los impuestos y costes de transacción asociados a la misma) y además poder cubrir un año de consumo del hogar. La capacidad financiera alta en relación con la renta viene determinada por necesitar un DSTI ≤ 35 % para poder financiar la compra de la vivienda deseada. La información correspondiente a los hogares considerados cada año en este análisis comprende a hogares arrendadores que en el año en cuestión aún no son propietarios y se ven expuestos a la decisión de: (i) comprar la vivienda principal mediante hipoteca o (ii) continuar en alquiler. El análisis propuesto se limita pues a hogares independizados que aún no son propietarios, pues son los afectados directos de potenciales medidas macroprudenciales basadas en el prestatario. El uso de esta muestra implica que se excluye del análisis al 82 % de la población. Así, el 68 % de la población no es considerada debido a que ya son propietarios o acceden a la propiedad sin hipoteca (o vía herencia/donación). Otro 14 % de la población queda excluido porque no está aún emancipado. De acuerdo con la información disponible, la decisión relevante para este último conjunto de la población es o bien continuar sin emanciparse o bien alquilar la vivienda, pero no la adquisición en propiedad de la vivienda mediante hipoteca. De la muestra utilizada, el 8 % de los hogares tiene capacidad financiera amplia para la compra de su vivienda deseada a través de hipoteca.
- b Las probabilidades estimadas y los efectos marginales de pasar de una capacidad financiera alta a una limitada se obtienen a partir de modelos probit de primera compra de vivienda mediante hipoteca, estimados con ponderaciones muestrales y errores robustos. Las distintas categorías de capacidad financiera (amplia o limitada) se incorporan como variables categóricas. Se controla por características del hogar (número de intervinientes, miembros y dependientes), sociodemográficas (edad, sexo, estado civil, nivel educativo, nacionalidad y país de nacimiento) y laborales y patrimoniales (situación laboral, categorías de funcionario, pensionista, fuente principal de renta, control societario y sector CNAE de la actividad principal), así como por año, provincia, tamaño del municipio (9 categorías) e intensidad del mercado inmobiliario en la sección censal de la propiedad (5 categorías).

sobre la renta neta apunta a que los efectos sobre las compras efectivas de primera vivienda mediante hipoteca son más moderados en comparación con los efectos obtenidos para las restricciones de riqueza. Por ejemplo, el porcentaje de hogares que adquieren por primera vez una vivienda principal mediante hipoteca se reduciría un 2,2 % si se introdujera una restricción de renta definida por un umbral de DSTI del 35 %. En el caso de que el límite máximo de DSTI fuera del 30 %, la disminución sería del 4,4 % (véase gráfico 6). De este modo, la probabilidad de que un hogar arrendatario acceda por primera vez a una vivienda en propiedad mediante una hipoteca disminuiría

del 3,39 % al 3,32 % si se introdujera una restricción de renta basada en un umbral de DSTI del 35 %, y al 3,24 % si el límite máximo de DSTI se fijara en el 30 %. En conjunto, los hallazgos empíricos presentados muestran una relación negativa entre las limitaciones en la capacidad financiera definidas por criterios prudentes de concesión hipotecaria y la transición hacia la vivienda en propiedad a corto plazo. El canal de riqueza —vinculado a la capacidad de aportar una entrada suficiente— emerge como un factor clave en este proceso. El enfoque basado en la vivienda deseada permite, además, identificar que, mientras los hogares con capacidad financiera holgada

CAPACIDAD FINANCIERA Y ACCESO A LA VIVIENDA EN PROPIEDAD MEDIANTE HIPOTECA (cont.)

Gráfico 5
Disminución de compras de primera vivienda mediante hipoteca para distintos límites de LTP (a)

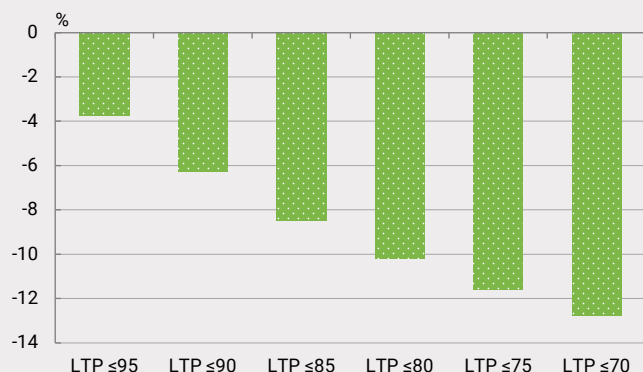
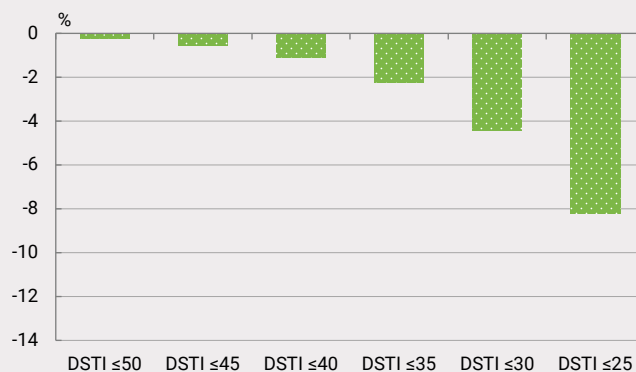


Gráfico 6
Disminución de compras de primera vivienda mediante hipoteca para distintos límites de DSTI (a)



FUENTES: Panel de Hogares (AEAT, INE, Seg. Social) y Banco de España. Período muestral: 2016-2023.

- a A partir de los hogares arrendadores no propietarios y que, en un año dado, deben decidir entre (1) comprar su vivienda principal con hipoteca o (2) permanecer en alquiler, se estima la probabilidad de compra con financiación hipotecaria para distintos grupos de hogares definidos por intervalos discretos de una longitud de 5 pp de LTP o DSTI necesaria para adquirir la vivienda deseada. Mediante un modelo probit, que controla por las principales características sociodemográficas, laborales, económicas y geográficas del hogar, se estima cómo disminuiría dicha probabilidad para cada grupo si se impusiera una restricción financiera que (1) afectase a los hogares situados en intervalos superiores al del límite considerado y (2) redujese para cada uno de ellos su capacidad financiera al nivel medio estimado para los grupos clasificados en niveles superiores de LTP o DSTI. La comparación entre las probabilidades observadas y contrafactuales generadas con esta estimación, ponderada por el peso de cada grupo en la muestra, permite cuantificar el impacto agregado de la introducción de estas restricciones financieras sobre la probabilidad de compra de primera vivienda con hipoteca.

adquieren viviendas de valor similar al deseado, los hogares con baja capacidad financiera tienden a ajustar su decisión hacia inmuebles de menor valor o a permanecer en el alquiler¹⁷.

No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela, ya que el análisis identifica asociaciones empíricas y no incorpora posibles ajustes endógenos de equilibrio general en variables clave como los precios de la vivienda —de compraventa y alquiler—, la oferta de crédito o el comportamiento de los hogares y de las entidades financieras, incluidas sus decisiones de consumo e inversión¹⁸. Por ejemplo, un mayor grado de restricción financiera podría, por un lado, reducir la capacidad de pago de los nuevos compradores con hipoteca y dar lugar con el tiempo a una moderación de los precios de compraventa asociada a una menor demanda, compensando parcialmente los efectos directos de la restricción y limitando el aumento

persistente de hogares en alquiler. Por otro lado, el desplazamiento hacia el mercado del alquiler podría presionar al alza los precios del alquiler y elevar la rentabilidad de la inversión inmobiliaria para arrendar, introduciendo un canal adicional de demanda sobre la compraventa. El efecto agregado a medio y largo plazo dependerá de la interacción de estos mecanismos de equilibrio general. Por todo ello, los ejercicios aquí presentados deben entenderse como aproximaciones empíricas orientativas de corto plazo. En cualquier caso, el orden de magnitud estimado es relevante y pone de relieve que, más allá de los beneficios directos de las medidas macroprudenciales basadas en el prestatario en términos de mayor resiliencia de los hogares con hipoteca y del sector bancario, el efecto neto sobre la estabilidad macrofinanciera dependerá también de cómo puedan verse alteradas las condiciones financieras de los hogares en alquiler y de su peso relativo en la población total.

17 Véase Andrew (2012), quien muestra para el Reino Unido que las limitaciones en la capacidad financiera impiden en muchos casos comprar la vivienda deseada, forzando a compras menores o a la permanencia en alquiler.

18 Véase el recuadro 2.1 del Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2025, "Esfuerzo financiero asociado a la vivienda principal y consumo de los hogares".

CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO

El mercado de deuda soberana del área del euro opera en un entorno caracterizado por un aumento de las emisiones netas de los países (mayor oferta) y una reducción progresiva de las carteras de este tipo de activos en el balance del Eurosistema (menor demanda del banco central)¹. En este contexto, la absorción de la deuda adicional en circulación y su distribución entre los diferentes sectores inversores resulta clave para preservar el buen funcionamiento del mercado.

Este recuadro analiza la evolución de la estructura inversora de los principales mercados de deuda soberana del área del euro en los últimos años, y sus implicaciones desde el punto de vista de la estabilidad de esos mercados.

Evolución reciente de la base inversora

La distribución de las tenencias de bonos soberanos por grupos de sectores a diciembre de 2025 muestra varias regularidades y algunas diferencias relevantes entre países (véase cuadro 1)². Las tenencias del Eurosistema siguen representando una fracción significativa del total. La importancia de los inversores fuera del área del euro (sector oficial y privado) es muy relevante en Alemania y Francia, especialmente. Los inversores no bancarios muestran un peso relevante, con una composición que incluye: aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de

inversión y hogares, principalmente. En el caso de aseguradoras y fondos de pensiones, su papel como inversores de horizonte más largo tiende a contribuir a la estabilidad de la demanda. Tanto los bancos residentes como los bancos del resto del área del euro presentan un peso limitado, si bien persisten diferencias entre países (mayor presencia de los bancos en Italia y España).

La evolución de los flujos de tenencias desde junio de 2022 (véase gráfico 1), fecha en la que se alcanzó el tamaño máximo de las carteras de bonos soberanos en el balance del Eurosistema, muestra que los inversores procedentes de fuera del área del euro han absorbido una parte importante de la nueva oferta. En Italia destaca el papel de los inversores no bancarios domésticos, que han sido el grupo con mayor incremento de tenencias, reflejando el atractivo que ha supuesto para los hogares el incremento en las rentabilidades. Los inversores no bancarios del resto del área del euro han tenido un comportamiento similar en las cuatro jurisdicciones, siendo el segundo grupo que más deuda ha absorbido. Por su parte, los bancos domésticos han aumentado sus tenencias de deuda soberana en Francia y España, mientras que en Alemania sus inversiones apenas han variado, y en Italia incluso han reducido sus inversiones. Los bancos del resto del área del euro han elevado de forma significativa sus inversiones en Francia.

Cuadro 1
Tenencias de deuda pública por sectores (a)

%				
Grupos de sectores	Alemania	España	Francia	Italia
Bancos domésticos	0,5	14,0	8,5	14,5
Inversores no bancarios domésticos	14,4	13,8	14,0	30,7
Bancos resto Área euro	3,5	10,3	7,5	6,1
Inversores no bancarios resto Área euro	19,4	19,2	17,3	13,6
Inversores fuera Área euro	34,3	17,8	33,8	12,1
Eurosistema	27,8	24,9	19,0	23,0

FUENTE: Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE.

a Los últimos datos de tenencias de deuda pública disponibles a 30 de abril incluyen información a diciembre de 2025. Los inversores domésticos incluyen a los inversores del país emisor. Los inversores no bancarios incluye tanto entidades financieras no bancarias como cualquier agente de sectores no financieros, por ejemplo, hogares.

1 Sobre el volumen de emisiones creciente y el balance decreciente del Eurosistema, véase, por ejemplo: "Who buys bonds now? How markets deal with a smaller Eurosystem balance sheet", *ECB Blog*, 22 de marzo de 2024.

2 Para este análisis se usan las estadísticas trimestrales de tenencias sectoriales informadas por el Eurosistema (SHS-S, por sus siglas en inglés).

CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

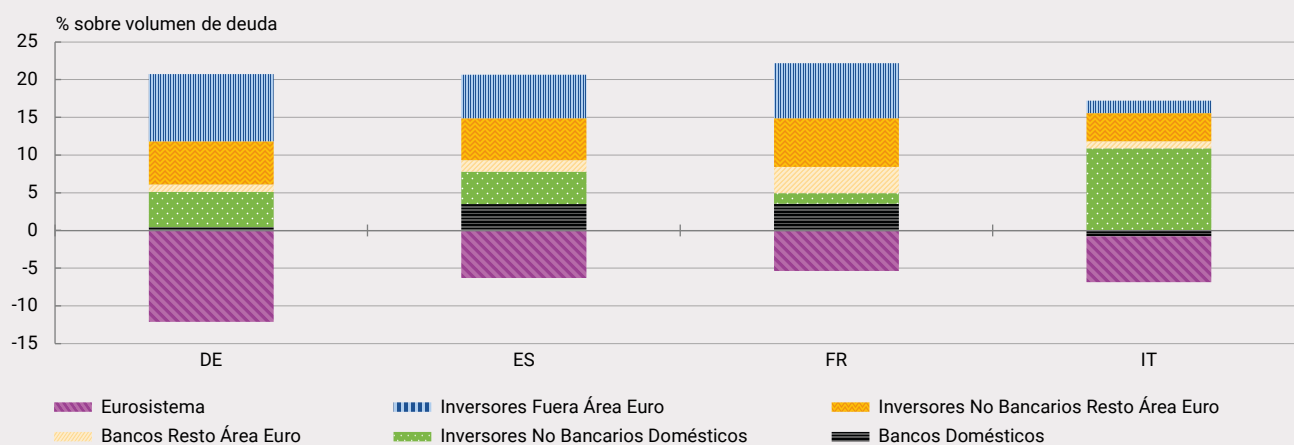
La deuda está siendo absorbida por el sector privado de forma ordenada. El ajuste en la base inversora no ha venido acompañado de tensiones apreciables en los mercados. En el mercado primario, la demanda en las subastas se mantiene sólida, con ratios de cobertura de demanda elevados, y en el mercado secundario las primas de riesgo de crédito soberanas, medidas con el diferencial de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años frente al tipo OIS a 10 años, permanecen contenidas. Los diferenciales soberanos han mostrado cierta convergencia desde junio de 2022 (véase gráfico 2). Incluso en episodios de incertidumbre global no se

observan repuntes muy acusados o persistentes. Tanto en el anuncio de aranceles de abril de 2025 como en los episodios geopolíticos recientes, los movimientos observados son acotados y no difieren sustancialmente del comportamiento habitual en este tipo de tensiones.

Posibles riesgos de reinversión

Los cambios en la composición sectorial y geográfica de la demanda de deuda soberana podrían incrementar la vulnerabilidad del mercado a riesgos de reinversión y afectar a las condiciones de financiación soberana. En

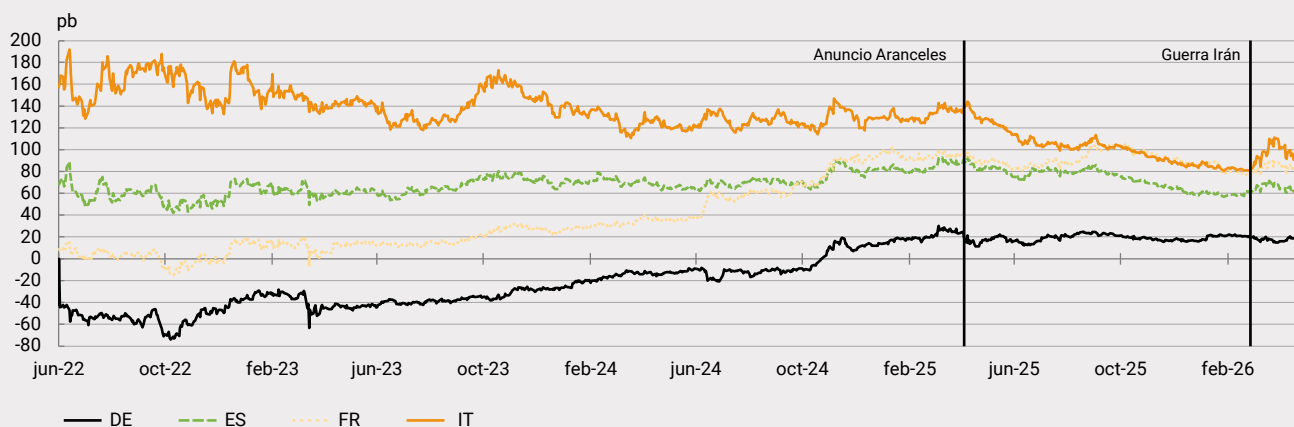
Gráfico 1
Flujos acumulados desde junio de 2022 hasta diciembre de 2025 (a) (b)



FUENTE: Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE.

- a Los inversores domésticos incluyen a los inversores del país emisor. Los inversores no bancarios incluyen tanto entidades financieras no bancarias como cualquier agente de sectores no financieros, por ejemplo, hogares.
- b La fecha de referencia es junio de 2022, cuando las carteras de los programas de compras alcanzaron su tamaño máximo.

Gráfico 2
Diferenciales soberanos 10 años frente a OIS desde junio de 2022



FUENTE: Bloomberg.

CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

particular, un mayor peso de inversores más sensibles a las condiciones de mercado podría amplificar su reacción ante episodios de tensión. Hasta ahora estos riesgos no se han materializado, pero conviene evaluarlos.

Para ello, se clasifican los sectores de tenedores según su sensibilidad a las condiciones de mercado de la deuda soberana. Esta clasificación se basa en la evidencia existente en la literatura³ completada con un análisis en el que se estima la sensibilidad de las tenencias de cada sector a variaciones en la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años, controlando por otras variables.

Se definen así tres grandes bloques de inversores.

En primer lugar, un grupo con sensibilidad elevada, integrado principalmente por fondos de inversión, los inversores extranjeros (de fuera del área del euro) y los hogares. La mayoría de los estudios, incluido el análisis realizado aquí, indican que los inversores extranjeros son

comparativamente más sensibles a cambios en la rentabilidad que el resto de agentes. En cuanto a los hogares, la evidencia es menos unánime, pero el análisis propio los considera también altamente sensibles. En segundo lugar, se identifica un grupo con sensibilidad intermedia, compuesto por el sector bancario.

Por último, se considera un grupo con sensibilidad reducida, caracterizado por una demanda relativamente más inelástica y horizontes de inversión de largo plazo, que incluye tanto al Eurosistema y a inversores institucionales con inversión más estable, como aseguradoras y fondos de pensiones, cuyas decisiones de inversión responden a mandatos más estables, si bien no están exentas de riesgos de liquidez o regulatorios.

A finales de 2025, el bloque de alta sensibilidad representaba, en Francia y Alemania, el segmento con mayor relevancia, superando, respectivamente, el 42 % y 45 % del total de tenencias (véase gráfico 3). En Italia, el

Gráfico 3
Pesos en diciembre de 2025 por grupos de sectores según su sensibilidad, incluyendo el Eurosistema

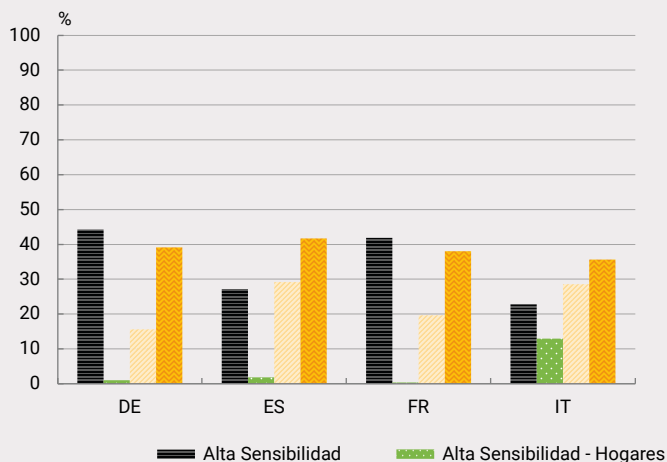
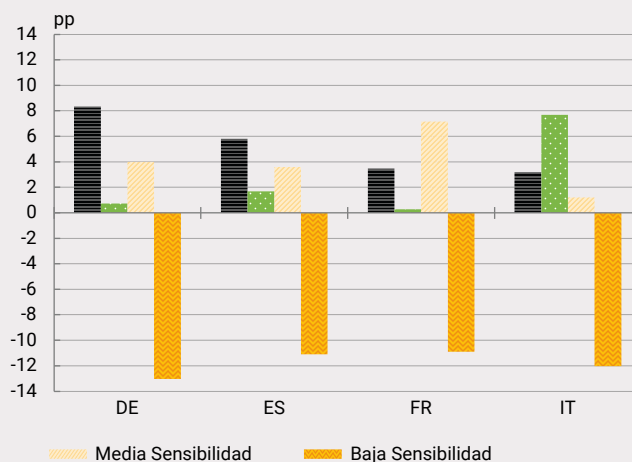


Gráfico 4
Cambios en los pesos por grupo desde junio de 2022 hasta diciembre de 2025, incluyendo el Eurosistema



FUENTES: Estadísticas de Tenencias de Valores del BCE y elaboración propia.

a El grupo de inversores de alta sensibilidad incluye: inversores de fuera del área del euro, fondos de inversión del área del euro y hogares. El grupo de sensibilidad media está compuesto por bancos del área euro y el de baja sensibilidad lo componen aseguradoras, fondos de pensiones y el Eurosistema.

3 Principalmente se han basado en el estudio de Kojien, Koulischer, Nguyen, y Yogo (2021) "Inspecting the mechanism of quantitative easing in the euro area", que analiza el efecto de la rentabilidad en las tenencias de deuda soberana de los inversores del área euro y muestra que los inversores extranjeros son los más sensibles a cambios en la rentabilidad, seguidos de los fondos de inversión y los bancos, mientras que las aseguradoras y los fondos de pensiones son más estables. Además, según el trabajo de Eren, Schrimpf y Xia (2023) "The demand for government debt" basado en datos del mercado de bonos del Tesoro estadounidense, los sectores muestran distintos niveles de sensibilidad a los precios. En orden descendente, los más sensibles son: bancos, inversores privados extranjeros, fondos de pensiones, fondos de inversión y aseguradoras.

CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

peso de los hogares eleva la relevancia de los inversores de alta sensibilidad al 36 %, mientras que, en el caso de España, este grupo representa el 29 %. El grupo de baja sensibilidad es relevante en las cuatro jurisdicciones, principalmente por el peso aún significativo del Eurosistema y la importancia, especialmente para Francia y España, de las tenencias de aseguradoras y fondos de pensiones. La relevancia del sector intermedio, compuesto principalmente por entidades bancarias, es mayor en Italia y España, donde dicha participación alcanza en torno al 29 %.

Desde junio de 2022 ha habido un descenso importante del peso de inversores menos sensibles a las condiciones de mercado dentro del total de tenencias de la deuda soberana, como resultado fundamentalmente de la caída de las tenencias del Eurosistema (véase gráfico 4). Ese descenso ha sido compensando en todos los casos, salvo Francia, por el aumento del peso de los inversores con elevada sensibilidad. En el caso de Francia, el mayor aumento del peso relativo se observa en el grupo con sensibilidad media (bancos, principalmente). Entre los inversores más reactivos, cabe resaltar que en Alemania y Francia los inversores fuera del área euro, ocupan una posición predominante. En España, la proporción de estos inversores, tradicionalmente menos significativa, ha experimentado un crecimiento relevante, lo que sugiere una convergencia en la composición de inversores entre diferentes países.

La composición del conjunto de inversores en el mercado es un elemento clave para la absorción de posibles perturbaciones. Los inversores menos sensibles a las condiciones de mercado aportan una demanda estable y relativamente independiente de la evolución de los precios, lo que, dependiendo de las circunstancias, puede amortiguar episodios de tensión. En este sentido, el aumento reciente del peso de los inversores más sensibles podría contribuir a amplificar los movimientos de mercado en episodios de tensión. Aunque hasta ahora esto no se ha observado, conviene seguir analizando cómo evoluciona el peso de estos inversores y hasta qué punto

existe evidencia de que estos cambios impactan en el funcionamiento de los mercados de deuda soberana.

Riesgos de fondos alternativos: Fuentes adicionales

Los *hedge funds* son vehículos de inversión alternativa y se encuadran dentro del grupo de inversores caracterizados por su alta sensibilidad a los cambios en las condiciones de los mercados de deuda. Asimismo, representan una potencial fuente de vulnerabilidad para los mercados de deuda soberana del área euro, por su capacidad para amplificar episodios de volatilidad en contextos de tensión financiera global al emplear generalmente posiciones apalancadas⁴. En los datos de tenencias utilizados anteriormente, los *hedge funds* y otros fondos alternativos se incluyen dentro de las categorías de fondos de inversión del área euro o inversores de fuera del área euro, dependiendo del país de residencia del fondo, pero no están identificados como tales dentro de ellas.

La información procedente de Tradeweb⁵, una de las principales plataformas de negociación electrónica de renta fija, y de otras fuentes de inteligencia de mercados, indica que estos participantes concentran una parte muy significativa del volumen de negociación, tanto en el conjunto del mercado de deuda pública europea como en segmentos concretos. Según estas fuentes, los *hedge funds* han aumentado su presencia desde 2020, y representan alrededor del 50 % de la actividad total en el mercado de bonos⁶.

Además, la operativa de los *hedge funds* en estos mercados refuerza su relevancia sistémica. Los datos de Tradeweb muestran que, en promedio, estos intermediarios ejecutan operaciones con tamaños de *ticket* —el importe nominal negociado en cada orden— sustancialmente superiores a los del resto de participantes, una diferencia que se ha ampliado de manera notable desde 2021. Este patrón sugiere una mayor capacidad de influencia inmediata en la formación de precios y la liquidez, especialmente en episodios de ajustes rápidos de carteras.

4 Véase, por ejemplo, "Hedge funds: good or bad for market functioning?" ECB Blog, 23 septiembre 2024 y Barth y Kahn (2025) "Hedge funds and the Treasury cash-futures basis trade".

5 Tradeweb es una plataforma internacional de negociación electrónica de renta fija que canaliza un volumen muy elevado de transacciones y ofrece acceso electrónico a los mercados de bonos soberanos de la UEM.

6 Véase, "The growing role of Hedge funds in European markets", presentación de Tradeweb para el Bond Market Contact Group, 26 de noviembre de 2025.

CAMBIOS RECIENTES EN LAS TENCENCIAS DE DEUDA SOBERANA DEL ÁREA DEL EURO (cont.)

Por último, la elevada actividad de los *hedge funds* en los mercados de deuda pública está estrechamente vinculada a su papel en el mercado de financiación: en el mercado *repo* los agentes obtienen liquidez, en general a corto plazo, utilizando activos de alta calidad (principalmente deuda soberana) como garantía. Según los volúmenes agregados del mercado *repo* mostrados por Tradeweb y el BCE, se observa un cambio en las posiciones netas de estos intermediarios, que han pasado a utilizar, desde mediados de 2024, de manera más recurrente deuda soberana como garantía para obtener financiación⁷. Esta situación refuerza la interconexión entre los mercados al

contado y *repo*. En consecuencia, las perturbaciones que se pudieran llegar a producir en cualquiera de estos segmentos podrían transmitirse con rapidez al otro, amplificando dinámicas procíclicas y elevando el riesgo de episodios de tensión de liquidez.

Dada su creciente relevancia y las limitaciones actuales en la disponibilidad y granularidad de la información, resulta necesario profundizar en el análisis de estos intermediarios y mejorar la cobertura de información para reforzar el seguimiento y la evaluación de los riesgos asociados a su actividad.

7 Véase, referencia nota al pie 7 y [“Hedge Fund activity in Bond, Repo and Futures Markets: Unpacking the Data”](#), presentación del BCE para el Bond Market Contact Group, 26 de noviembre de 2025.

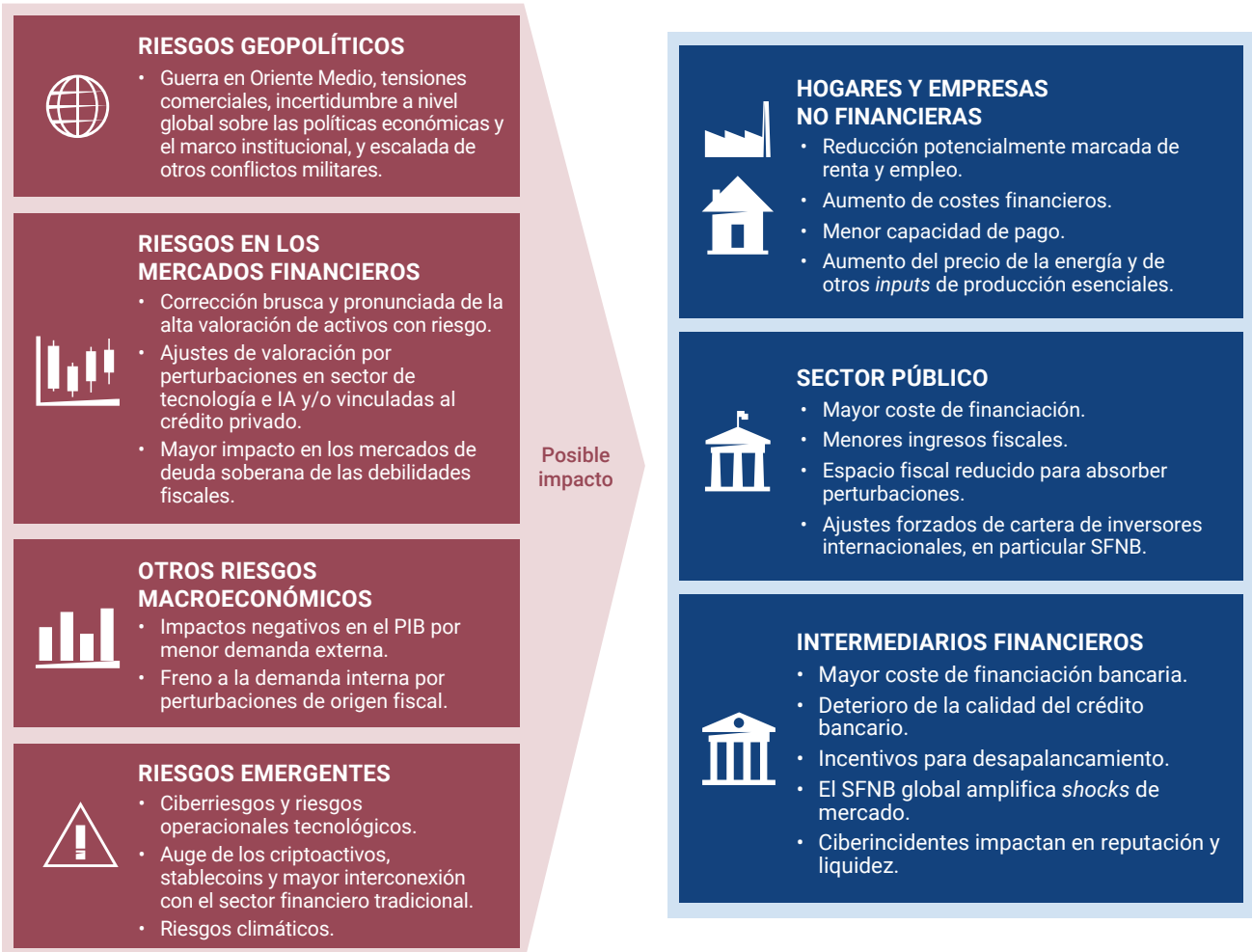
5

ANÁLISIS DE RIESGOS

5 ANÁLISIS DE RIESGOS

Esquema 5.1

Análisis de riesgos (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como variaciones adversas —y con una probabilidad de ocurrencia incierta— de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

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

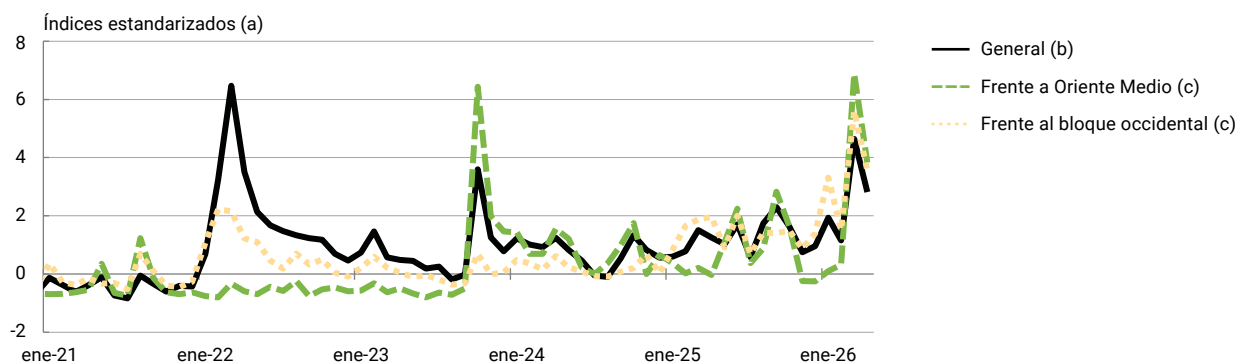
5.1 Riesgos geopolíticos

Las tensiones geopolíticas se han intensificado de forma notable debido a la guerra en Oriente Medio. El conflicto bélico desatado en febrero ha provocado un repunte de los

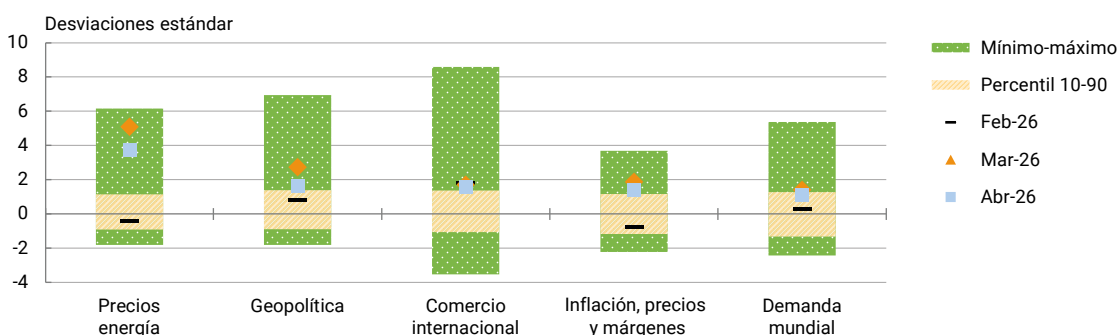
Gráfico 5.1

La guerra en Oriente Medio ha elevado de manera notable la incertidumbre geopolítica y económica, en un entorno ya previamente tensionado por la falta de certeza sobre las políticas económicas en EEUU y a nivel global

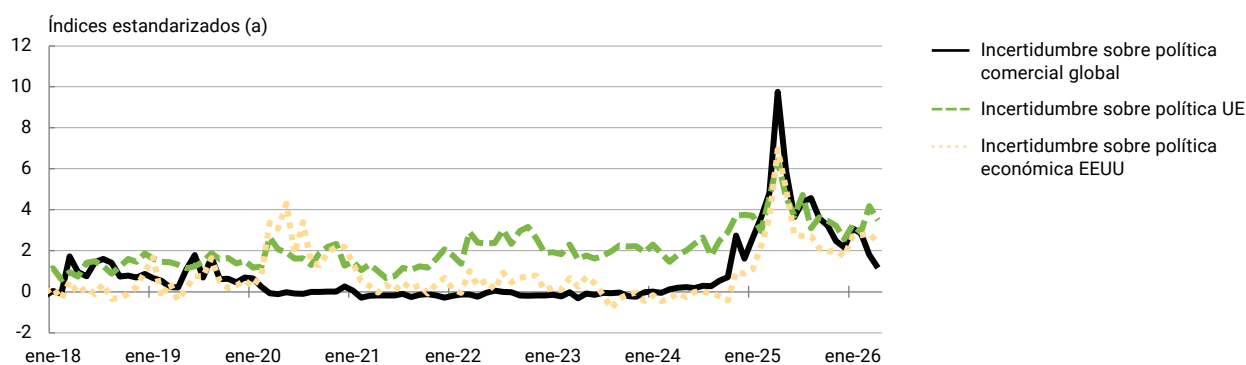
5.1.a Indicadores bilaterales de riesgo geopolítico de España



5.1.b Indicadores de incertidumbre por temas (RAUI) (d)



5.1.c Índices de incertidumbre



FUENTES: Irma Alonso Álvarez, Ekaterina Bukina, Marina Diakonova, Nino Khitarishvili, Javier J. Pérez y Pedro Piqueras. (2026). "Geopolitical Risk: A Database of General and Bilateral Indices". Documentos Ocasionales, 2603, Banco de España (panel a); elaboración propia a partir de Morteza Ghomi y Samuel Hurtado. (2026). "RAUI: Uncertainty Indicators Built With Artificial Intelligence". Documento de Trabajo, 2609, Banco de España (panel b); www.policyuncertainty.com, a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". The Quarterly Journal of Economics (panel c). Última observación: abril de 2026 (paneles a y c) y 26 de abril de 2026 (panel b).

- a Índices estandarizados con datos a partir de 1997.
- b El indicador general de riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) muestra el riesgo geopolítico percibido para España independientemente de la fuente del riesgo.
- c El indicador GPR bilateral mide en qué medida el riesgo geopolítico percibido en un país i está asociado a acontecimientos que tienen como foco a un país o región j. A diferencia del índice GPR agregado —que recoge la intensidad total de las noticias sobre riesgo geopolítico relevantes para un país—, el índice bilateral descompone esa percepción por origen geográfico. Metodológicamente, el GPR bilateral se construye identificando, dentro del conjunto de artículos que contribuyen al GPR nacional, aquellos que mencionan explícitamente un país o región concreta (por ejemplo, Rusia, China u Oriente Medio y Norte de África). Véase [Alonso-Álvarez et al. \(2026\)](#).
- d Los indicadores RAUI utilizan técnicas de inteligencia artificial (un modelo de *embedding* para seleccionar noticias relevantes mediante búsqueda semántica y un *large language model* para evaluar el nivel de incertidumbre en cada una de ellas) para construir una cuantificación del nivel de incertidumbre en noticias de prensa española referidas a distintos temas.



indicadores de riesgos geopolíticos, ya elevados en ediciones anteriores de este Informe. Dicho repunte incide en una mayor incertidumbre económica, en particular sobre los precios de la energía y, en menor medida, la inflación general (véanse gráficos 5.1.a y 5.1.b). Esta incertidumbre se ha visto también presionada al alza por la falta de certeza en torno a la política comercial estadounidense y, de forma más amplia, las políticas económicas a nivel global (véase gráfico 5.1.c). El anuncio en abril de un alto el fuego en la guerra de Oriente Medio solo ha reducido moderadamente los niveles de los indicadores de incertidumbre.

Conflicto en Oriente Medio

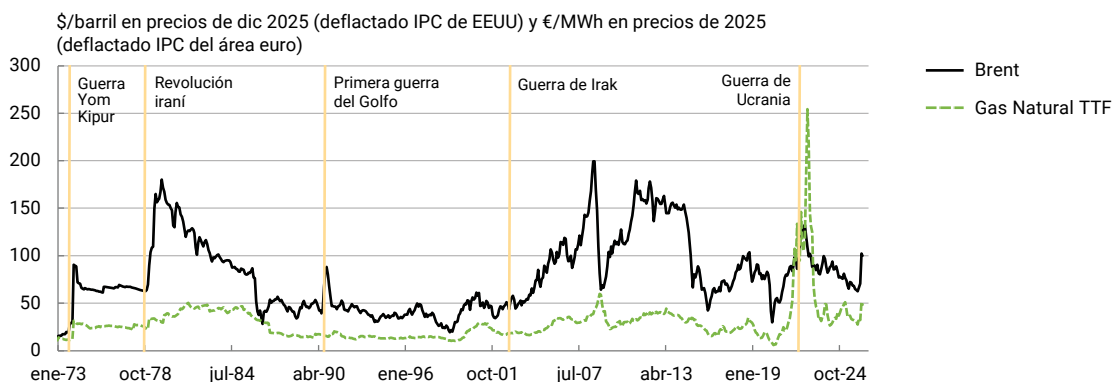
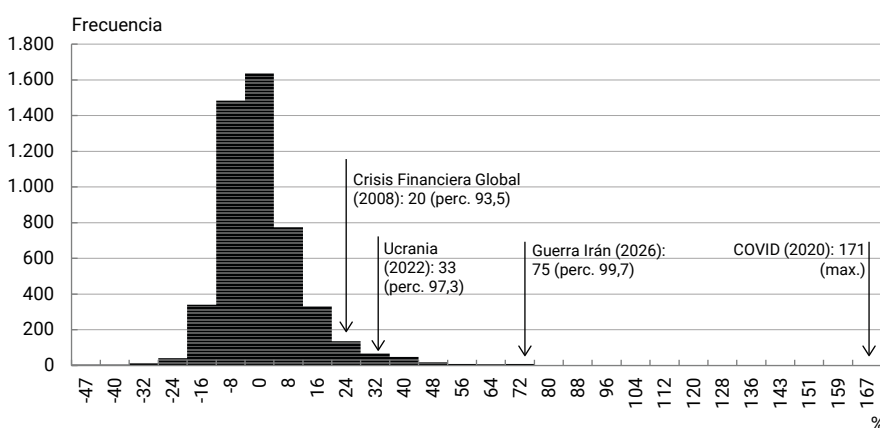
Los precios de la energía han aumentado con fuerza tras el inicio de la guerra de EEUU e Israel contra Irán. Si bien parte del incremento se corrigió tras el alto el fuego, la incertidumbre persiste y los precios han vuelto a repuntar recientemente, alcanzando en el caso del petróleo nuevos máximos desde el inicio del conflicto a finales de abril. Desde una perspectiva temporal más amplia, estos precios, en términos reales, están todavía alejados de los niveles históricos más elevados (véase gráfico 5.2.a). Los futuros predicen un descenso gradual de los precios, si bien los niveles esperados, en particular en 2026, permanecen significativamente por encima de los vigentes antes del inicio de la guerra¹. El repunte de la volatilidad en estos mercados, reflejo de la incertidumbre asociada a este conflicto, es muy marcado. Por ejemplo, para los precios del petróleo, la volatilidad se sitúa en niveles extremos de su distribución histórica (véase gráfico 5.2.b).

El volumen de la oferta global de energía afectada negativamente por el conflicto es muy elevado. El tráfico por el estrecho de Ormuz está severamente restringido desde el inicio de la confrontación bélica. Por esta vía, transita, en condiciones normales, en torno al 20 % de la oferta de petróleo mundial y de las exportaciones mundiales de gas natural licuado (GNL). El conjunto de la producción de petróleo de la región representa cerca del 30 % del total mundial y ha resultado adicionalmente afectada por el daño a las infraestructuras energéticas. Esto representa un porcentaje de la oferta de energía superior al afectado por el inicio en 2022 de la invasión rusa de Ucrania, y de más difícil sustitución por su bloqueo físico en la región². De forma relacionada, los daños sobre las infraestructuras de exportación energética de Rusia, en el contexto de la guerra entre este país y Ucrania, incrementan actualmente los riesgos a la baja sobre la oferta mundial de hidrocarburos.

No obstante, por el momento, únicamente una parte del flujo de la producción energética de la región está efectivamente restringida. En el caso del petróleo, se estima un freno

1 Los precios en los futuros de las materias primas energéticas han experimentado aumentos significativos tras el estallido del conflicto en Oriente Medio. En el caso de los correspondientes al petróleo (gas natural), su promedio en lo que resta de 2026 y 2027 se situaba antes de la guerra en torno a 70 y 67 dólares/barril (31 y 27 euros/megavatio-hora). A fecha de cierre de este Informe ascienden a 97 y 80 dólares/barril (47 y 38 euros/megavatio-hora).

2 Rusia representaba a finales de 2021 aproximadamente el 11 % de la producción mundial de petróleo y el 17 % de la de gas. El inicio de ese conflicto no supuso el bloqueo físico de la producción de Rusia, aunque sí redujo su capacidad exportadora por las distintas sanciones internacionales impuestas como respuesta al mismo. La mayor incidencia que sobre el petróleo está teniendo la guerra actual con respecto al conflicto ruso-ucraniano supone un mayor impacto sobre el sector transporte.

El conflicto en Oriente Medio impulsa los niveles y la volatilidad de los precios de las materias primas energéticas**5.2.a Precio del crudo Brent y del gas natural europeo (TTF) en términos reales (a)****5.2.b Histograma para los cambios en la volatilidad esperada del precio del petróleo (b)**

FUENTES: LSEG, Banco Mundial, FRED y Banco de España. Última observación: 29 de abril de 2026 (panel a) y 27 de abril (panel b).

- a Los datos de precios de consumo previos a la creación del área del euro se construyen a partir de una media ponderada de los precios de consumo nacionales de los países que formaron el área en 1999.
- b Se utiliza el Índice de Volatilidad del ETF de Petróleo Crudo Cboe (OVX) que mide la volatilidad esperada a 30 días del petróleo crudo, basada en precios de opciones. Los cambios son variaciones porcentuales de dos semanas en dicho índice. Para cada episodio histórico, se señala el incremento máximo de la volatilidad registrado en las dos semanas posteriores al inicio del episodio y el percentil al cual dicho cambio corresponde dentro de la distribución histórica. La serie utiliza datos diarios (suavizados con medias móviles de dos semanas) entre el 24 de mayo de 2007 y el 27 de abril de 2026.

de alrededor del 37 % de la producción de la región respecto de su nivel antes del conflicto (cerca del 10 % de la producción mundial).

La extensión y prolongación de estas restricciones podrían llevar a la fragmentación de la oferta global de energía —con impactos asimétricos por regiones— y a repercusiones duraderas negativas sobre ella. Los hidrocarburos que transitan por Ormuz se dirigen mayoritariamente a Asia³, con China, India y Japón entre los principales destinos, lo que implica un impacto relativamente más intenso en la región asiática por parte de esta crisis, y un mayor riesgo de bajo abastecimiento. Las repercusiones sobre la oferta podrían ser duraderas debido, en primer lugar, a que el aumento de la producción por parte de los países del Golfo que se han

3 Véase <https://www.iea.org/about/oil-security-and-emergency-response/strait-of-hormuz>.

visto obligados a recortarla requerirá tiempo por restricciones técnicas. Además, el daño que el conflicto bélico pueda ocasionar en las infraestructuras energéticas y yacimientos de la región podría requerir, en el primer caso, un periodo prolongado de reparación y, en el segundo, ser parcialmente irre recuperable.

En respuesta a esta perturbación negativa de oferta, distintos países han adoptado medidas de mitigación parcial. En primer lugar, se han liberado reservas estratégicas de petróleo, que compensan una fracción limitada de la pérdida de producción⁴. Por su parte, en algunas jurisdicciones se están desplegando medidas fiscales y actuaciones de gestión de la demanda (p. ej., reducción de consumo, eficiencia energética)⁵. No obstante, su alcance esperado es limitado y su coste puede incidir negativamente sobre vulnerabilidades fiscales preexistentes.

El conflicto está afectando negativamente también a otros componentes de las cadenas globales de valor y plantea riesgos adicionales relevantes sobre ellas. En particular, por el estrecho de Ormuz circulan en condiciones normales un tercio del comercio global de fertilizantes y una parte considerable del suministro de helio y neón, críticos para la fabricación de semiconductores. Además, debido a sus efectos sobre rutas marítimas clave y sobre el precio del combustible, la perturbación sobre las cadenas globales de producción podría afectar al coste del transporte de todo tipo de *inputs*.

Tensiones comerciales

La política comercial de EEUU se ha visto perturbada en los últimos meses como consecuencia del litigio judicial sobre la misma. En febrero, el Tribunal Supremo de EEUU invalidó parte del esquema arancelario introducido en abril de 2025, al considerar que la normativa en que se apoyaba no lo permitía. En respuesta, el Gobierno de EEUU ha establecido un arancel temporal generalizado por países, con una vigencia máxima de 150 días, del 10 %, con posibilidad de elevarlo hasta el 15 %, al amparo de una legislación distinta. Este nuevo esquema convive, además, con otros aranceles basados en consideraciones de seguridad nacional y en la respuesta a prácticas comerciales desleales.

En conjunto, estas decisiones han dado lugar a una reducción del nivel medio de los aranceles aplicados por EEUU, aunque de forma heterogénea por países. Así, economías como China,

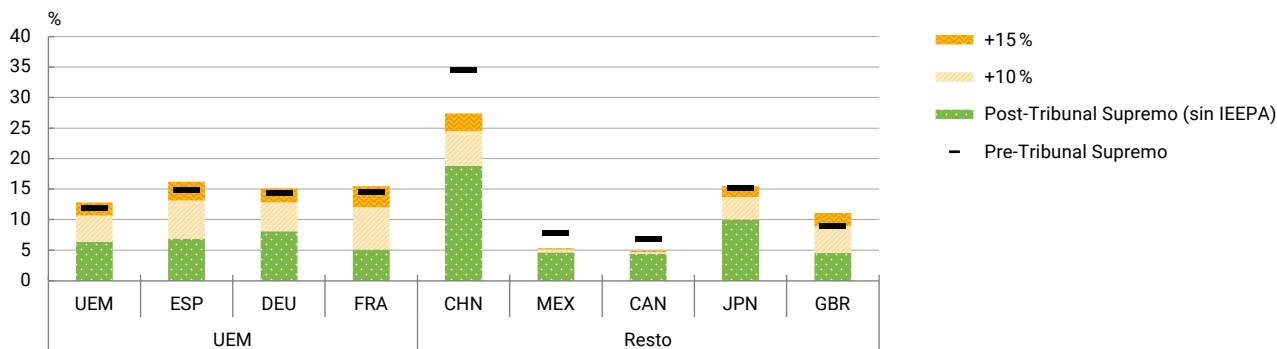
4 En particular, los miembros de la Agencia Internacional de la Energía acordaron la mayor liberación de reservas de barriles de petróleo de la historia, alrededor de 400 millones. Teniendo en cuenta las restricciones técnicas, se podrían liberar 2 millones de barriles al día durante 200 días, una cifra muy inferior a la producción afectada actualmente por la guerra, que se estima en torno a 10 millones de barriles diarios.

5 En España, en marzo de 2026 el Gobierno aprobó un *paquete extraordinario de medidas*, con una movilización de recursos cercana a los 5.000 millones de euros. El paquete incluye rebajas impositivas, así como un conjunto de subvenciones, ayudas directas y otras medidas de apoyo. Entre estas destacan las bonificaciones adicionales de 20 céntimos por litro de gasóleo para el transporte y los sectores agrícola y ganadero, y las ayudas a los sectores industrial y energético. Asimismo, se contemplan transferencias al sector primario y al transporte marítimo, medidas de protección al consumidor energético y deducciones en el IRPF para la adquisición de vehículos eléctricos.

Gráfico 5.3

Tras el fallo del Tribunal Supremo que invalidaba parte de la política comercial desplegada en EEUU desde 2025, el arancel efectivo sobre las importaciones del área del euro no ha variado materialmente

5.3.a Aranceles efectivos de EEUU posfallo del Tribunal Supremo (a)



FUENTES: Global Trade Alerts y Banco de España.

a Se comparan cuatro situaciones: (1) situación antes del fallo del Tribunal Supremo, (2) situación después del fallo, (3) recargo arancelario global temporal a partir del 24 de febrero: +10% (actualmente en vigor), y (4) +15% (máximo contemplado bajo el marco vigente). Véase nota A2.5.1.1 en el anejo 2.



Canadá y México han registrado descensos más acusados, mientras que en el área del euro el arancel efectivo se habría reducido de forma mucho más limitada (véase gráfico 5.3)⁶.

De cara al futuro, la incertidumbre en torno a la política comercial estadounidense se ha incrementado de forma significativa, especialmente a medio plazo. Tras el período inicial de cinco meses, la eventual prolongación de los aranceles deberá apoyarse en marcos legales que, en la mayoría de los casos, solo permiten la imposición de medidas de carácter permanente para sectores específicos⁷. Esto podría dar lugar a un sistema de medidas comerciales menos predecible, más fragmentado y sectorial, dificultando la planificación a medio plazo de las cadenas globales de suministro.

Asimismo, persisten riesgos de tensiones comerciales en sectores estratégicos, en particular en tierras raras⁸, tecnologías avanzadas y semiconductores. La Unión Europea presenta una elevada dependencia externa de insumos críticos, exponiéndola a perturbaciones derivadas de restricciones comerciales o controles a la exportación. Aunque la exposición directa de España es limitada, los efectos indirectos a través de las cadenas europeas de

6 Los cambios en la política arancelaria de EEUU tienen también consecuencias heterogéneas por productos. Así, cerca del 60 % de los productos exportados por el área del euro y por España a EEUU se enfrentan actualmente a un menor arancel, mientras que en torno a un tercio soportan gravámenes más elevados.

7 Por ejemplo, hay diferentes marcos legales que permiten a EEUU iniciar investigaciones formales sobre prácticas comerciales de terceros países y, en función de sus resultados, imponer aranceles u otras restricciones. Actualmente, las investigaciones en curso se centran en el exceso de capacidad manufacturera y en los regímenes nacionales sobre importaciones vinculadas al trabajo forzoso, aunque su ámbito potencial se extiende también a sectores como el farmacéutico, digital, medioambiental y agroalimentario.

8 Las tierras raras son un conjunto de 17 metales —los 15 lantánidos, junto con el escandio y el itrio— utilizados como insumos esenciales en tecnologías avanzadas, cuya relevancia económica deriva, en particular, de la elevada concentración geográfica de sus cadenas de suministro.

suministro, en particular en automoción e industria manufacturera, constituyen un canal de riesgo relevante.

Otros factores de incertidumbre en las relaciones geopolíticas

En EEUU, la incertidumbre sobre otras políticas económicas con implicaciones para la economía global sigue siendo elevada. En particular, en el ámbito financiero, las autoridades estadounidenses han mostrado su disposición a rebajar los requerimientos de capital a las entidades bancarias con respecto a los planes previamente anunciados⁹. Además, persiste la incertidumbre sobre la articulación de la independencia de las agencias públicas en un contexto de perturbaciones del marco institucional. Estas pueden tener repercusiones negativas sobre la estabilidad de precios y financiera, especialmente a medio y largo plazo.

De forma más general, el deterioro de la cooperación multilateral dificulta la articulación de respuestas coordinadas frente a perturbaciones de alcance global. Esta fragmentación limita los avances en ámbitos como el climático y también puede mermar la capacidad de reacción conjunta ante episodios de crisis financieras sistémicas, para cuya gestión la actuación coordinada fue clave durante la crisis financiera global.

Posibles impactos de los riesgos geopolíticos

La economía española, caracterizada por un elevado grado de apertura comercial y dependencia energética, se vería afectada por la materialización adicional de riesgos geopolíticos. En la actualidad, estos están dominados por el conflicto en Oriente Medio, que introduce un sesgo a la baja para la actividad mundial, especialmente en áreas importadoras netas de energía, como el área del euro¹⁰, y al alza para la inflación. Una primera exploración de los efectos sobre la economía española se llevó a cabo en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo¹¹. Bajo el escenario central, los efectos del conflicto serían moderados, pero escenarios más adversos en torno al mismo, asociados a una mayor intensidad del conflicto y a una mayor persistencia del *shock* energético, agravarían significativamente los efectos contractivos sobre la actividad y aumentarían las presiones al alza sobre la inflación. En particular, en el escenario más severo considerado en este ejercicio, el crecimiento del PIB podría reducirse en 0,4 pp en 2026 y en 0,6 pp en 2027 respecto al escenario central, mientras que la tasa de inflación podría situarse en el 5,9 % y el 3,2 % en dichos años, respectivamente.

9 Véanse las declaraciones de Bowman realizadas durante el Cato Institute Policy Forum: Basel III and Bank Capital Rules, en el marco de su discurso "Capital Rules for the Real Economy".

10 El área del euro está expuesta de forma significativa a perturbaciones externas, como resultado de su elevada integración en las cadenas globales de valor y los mercados financieros internacionales, así como de su dependencia de insumos energéticos importados, en particular del gas natural. El estallido del conflicto en Oriente Medio ha coincidido con niveles reducidos de almacenamiento de gas natural en el área del euro, lo que incrementa la sensibilidad de los precios del gas de referencia en Europa ante tensiones de oferta y la competencia de la demanda de otras áreas.

11 Véase *Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo 2026*.

La prolongación del conflicto en Oriente Medio está sujeta a una elevada incertidumbre y podría extender los efectos sobre los precios y la disponibilidad de energía y otros insumos de producción. Es, así, necesario considerar escenarios hipotéticos adicionales, alejados del escenario central, para valorar los riesgos para la estabilidad financiera en España¹². El recuadro 5.2 analiza dos escenarios macroeconómicos en función de supuestos hipotéticos muy adversos de evolución del precio del petróleo (hasta 145 y 220 dólares por barril de Brent, respectivamente) y evalúa sus efectos sobre la solvencia bancaria con el marco FLESB (*Forward-Looking Exercise on Spanish Banks*) de pruebas de resistencia del Banco de España. Los resultados muestran una notable resiliencia agregada del sistema bancario español ante este tipo de escenarios, pero un impacto sustancial negativo sobre la capacidad de generación de beneficios de las entidades.

Existen riesgos asociados a la exposición que mantiene el sector bancario español a varias economías emergentes que también podrían verse tensionadas a raíz de la guerra en Oriente Medio. Estas incluyen en particular a América Latina y Turquía, que habían venido mostrando una notable resiliencia desde el inicio de 2025. El conflicto ha provocado tensiones en las condiciones financieras de estas geografías y un endurecimiento del tono esperado de sus políticas monetarias. Todo ello se produce en un contexto en el que persisten riesgos asociados a la sostenibilidad fiscal en alguno de estos países (como Brasil, México o Colombia), dados sus elevados niveles de endeudamiento, tanto interno como externo. Además, la posición fiscal de algunos de ellos es sensible a episodios de apreciación del dólar, debido a que el grueso de sus emisiones internacionales de deuda pública está denominado en esta moneda.

Otros riesgos geopolíticos, asociados a las políticas comerciales de EEUU o a cambios en el marco institucional internacional, podrían afectar negativamente también a la economía española. De forma general, estos riesgos tendrían consecuencias negativas sobre la actividad (p. ej. retrayendo el consumo de los hogares y la inversión de las empresas), pero ambiguos sobre la inflación (p. ej. el redireccionamiento de exportaciones asiáticas a Europa bajo algunos escenarios podría tener efectos deflacionarios). En este contexto, la menor exposición comercial directa a EEUU, en comparación con otras economías europeas, actuaría como elemento parcialmente mitigador de los riesgos que operan a través de los canales comerciales.

5.2 Riesgos en los mercados financieros

Condiciones favorables en los mercados financieros y riesgo de corrección abrupta

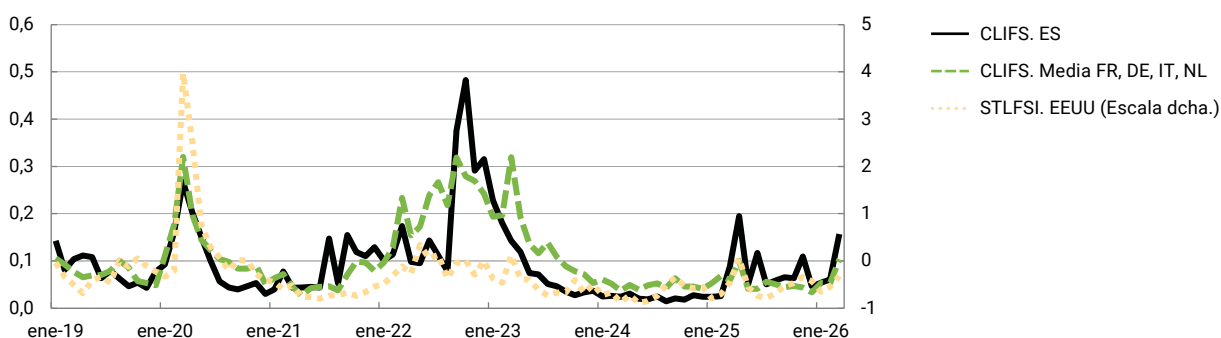
A pesar del aumento de la incertidumbre asociada al conflicto en Oriente Medio, se mantienen condiciones favorables en los mercados financieros y un riesgo elevado de corrección

12 Desde la óptica de la proyección económica y la política monetaria, los escenarios alternativos considerados, aunque de menor probabilidad que el central, se sitúan en torno a las expectativas, ya que las decisiones de política económica que sustentan necesitan orientarse sobre la evolución más probable de la economía. Desde la óptica de la estabilidad financiera, es necesario considerar escenarios improbables, pero todavía plausibles, para medir y asegurar la resiliencia del sistema financiero frente a estos casos hipotéticos extremos.

Gráfico 5.4

Los mercados financieros no muestran por ahora signos elevados de estrés, pero podrían cambiar con rapidez en función de eventos geopolíticos

5.4.a Indicadores de tensión en los mercados financieros [CLIFS (*Country-Level Index of Financial Stress*) y STLFSI4 (*St. Louis Fed Financial Stress Index*)] para distintas jurisdicciones (a)



FUENTES: Reserva Federal de EEUU y Banco Central Europeo. Última observación: marzo de 2026

a El índice CLIFS del Banco Central Europeo (BCE) mide el grado de tensión financiera en cada país a partir de indicadores de mercado de distintos segmentos —renta variable, deuda soberana, mercado monetario y divisas—, que capturan tanto movimientos de precios como episodios de elevada volatilidad. Valores más altos indican un mayor nivel de estrés financiero (rango entre 0 y 1). El STLFSI4 mide el nivel de estrés financiero en EEUU a partir de un conjunto de variables de mercado que abarcan los segmentos de renta fija, crédito, renta variable y volatilidad. Valores positivos indican condiciones de estrés financiero superiores a la media histórica.

abrupta de las valoraciones. Como se ha mostrado en la sección 4.2, la corrección a la baja de los precios de los activos con riesgo tras el inicio de este conflicto ha sido muy moderada en relación con episodios comparables de conflicto militar o de interrupción de la oferta global (p. ej., el COVID-19). Esta contención refleja posiblemente expectativas favorables sobre el conflicto en términos de duración o alcance. De hecho, por el momento los indicadores sobre signos de estrés financiero no apuntan a un tensionamiento comparable a crisis severas recientes como el COVID-19 o la invasión rusa de Ucrania (véase gráfico 5.4). No obstante, la incertidumbre es elevada y la percepción del mercado podría deteriorarse ante una eventual escalada del conflicto.

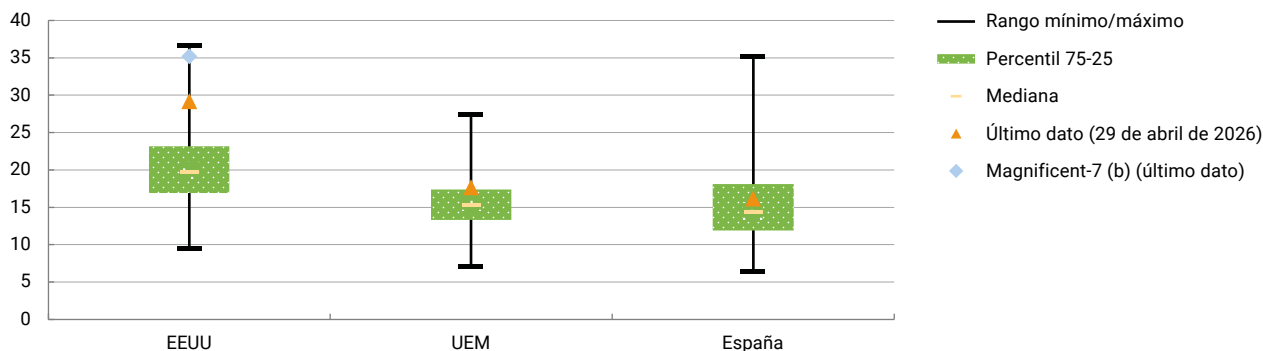
Valoraciones elevadas en renta variable y renta fija corporativa

Las cotizaciones bursátiles podrían verse particularmente afectadas, ya que recogen perspectivas de evolución muy favorables de los beneficios empresariales. El precio de las acciones en relación con los beneficios de las empresas (PER, por sus siglas en inglés) se sitúa en niveles ligeramente superiores al percentil 75 de la distribución histórica en el área del euro y muy por encima de esta cota en EEUU (véase gráfico 5.5), registrando niveles aún mayores en el caso del conjunto de empresas tecnológicas *Magnificent 7*. Estas valoraciones tan elevadas recogen la expectativa de que los beneficios crezcan de forma notable con respecto a su nivel actual. Sin embargo, esta expectativa puede ser difícil de mantener si se deterioran las perspectivas macroeconómicas o si ciertos sectores empresariales como el tecnológico se ven afectados de forma particular por la crisis actual, como se discute más abajo.

Gráfico 5.5

El valor de los activos bursátiles en relación con los beneficios empresariales continúa siendo elevado desde una perspectiva histórica

5.5.a Ratios PER de los mercados bursátiles (a)



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 29 de abril de 2026.

- a A partir de series mensuales de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y EEUU y desde 1987 para España. El *price earnings ratio* (PER) recoge la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción.
- b Se incluye a Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

También podría producirse un repunte abrupto de las primas de riesgo corporativas. Estas primas han mostrado una elevada resistencia desde el inicio del conflicto, con una recuperación paulatina a finales de abril (véase sección 4.2). No obstante, algunos sectores empresariales podrían verse particularmente afectados en los escenarios más adversos del conflicto en Oriente Medio, que incluirían restricciones a su capacidad de producción a corto plazo. Ello puede hacer que repunte la prima de riesgo de los bonos emitidos. Este deterioro en la solvencia empresarial se trasladaría también a los fondos que invierten en crédito privado destinado a los mismos.

Crédito privado

Los fondos de inversión especializados en crédito privado han experimentado tensiones en los últimos meses. Se han producido quiebras en empresas receptoras de crédito privado (p. ej., *First Brands*, véase recuadro 3.2), lo que ha reducido la confianza de los inversores. Ello se ha traducido en correcciones a la baja de sus cotizaciones (véase gráfico 5.6) e incluso en tensiones de liquidez que han provocado limitaciones o suspensiones de la retirada de fondos (véase recuadro 3.2).

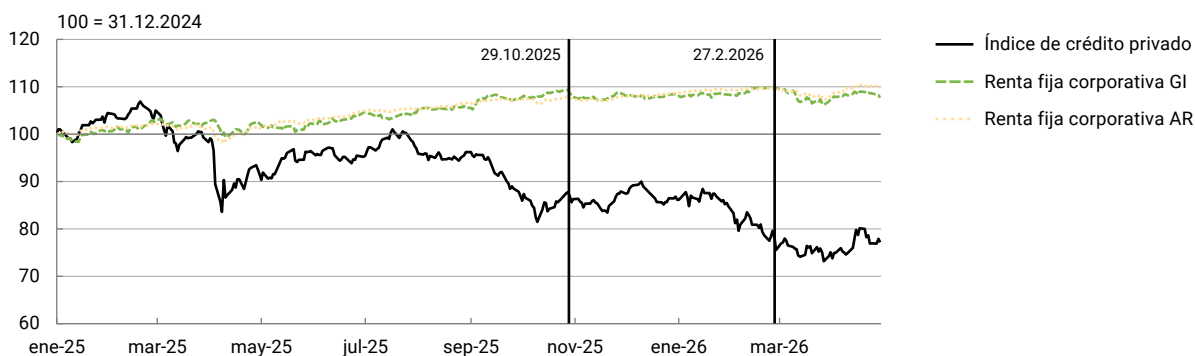
Una eventual corrección adicional de las valoraciones o un aumento de las peticiones de reembolso en esta clase de fondos podría actuar como un mecanismo de propagación de tensiones. Estas vulnerabilidades podrían verse amplificadas por la menor liquidez estructural de los activos subyacentes y por el posible desajuste entre dicha liquidez y las condiciones de reembolso ofrecidas por algunos vehículos de inversión como los BDC (*Business Development Company*¹³).

13 El término *Business Development Company* designa a un vehículo de inversión regulado en EEUU, de tipo fondo cerrado, orientado a financiar mediante deuda y capital a empresas pequeñas y medianas no cotizadas y que, bajo determinadas condiciones, goza de un tratamiento fiscal favorable al distribuir la mayor parte de sus beneficios.

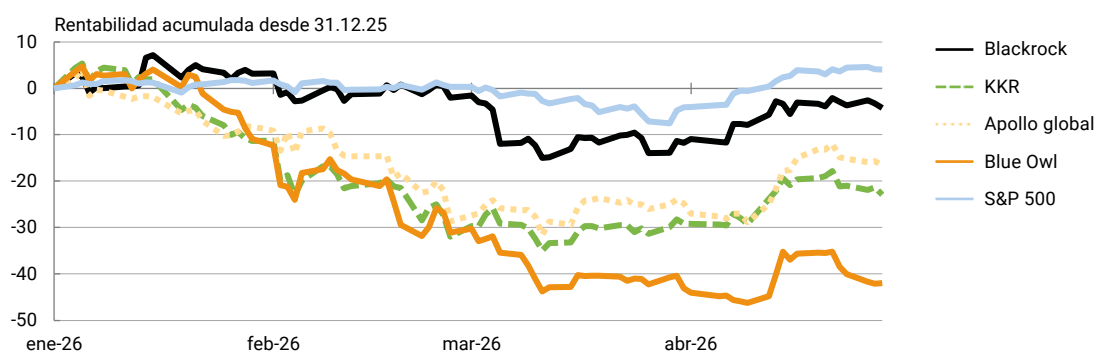
Gráfico 5.6

El crédito privado se ha visto penalizado por la materialización de una serie de eventos negativos de riesgo de crédito y liquidez, lo que ha afectado a las valoraciones de las empresas que gestionan los fondos que invierten en esta forma de crédito

5.6.a Índice de crédito privado (a)



5.6.b Rentabilidad acumulada de la cotización bursátil de las principales gestoras de fondos de inversión especializados en crédito privado y del índice S&P 500



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. 29.10.2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha de 27.2.2026 indica el cierre anterior al inicio del conflicto en Irán.

a El índice de crédito privado S&P BDC mide el rendimiento de las cotizaciones bursátiles de 44 compañías de inversión estadounidenses centradas en el crédito privado. El índice de renta fija corporativa GI es un índice elaborado por Iboxx que recoge las 3.000 referencias principales de bonos americanos con grado de inversión. El índice de renta fija corporativa AR es un índice elaborado por Iboxx que recoge las 1.200 referencias principales de bonos americanos con alto rendimiento.

El volumen total de financiación en crédito privado se estima entre 1.500 y 2.000 mm de dólares a nivel global, pero podría afectar al conjunto del sistema financiero a través de diversos canales¹⁴. En respuesta a este contexto, se ha intensificado la monitorización por parte de distintos supervisores financieros, pero no se ha identificado por el momento una señal clara de riesgo sistémico¹⁵.

Riesgos de mercado asociados a la inteligencia artificial

El mercado ha comenzado a penalizar a algunos sectores potencialmente más afectados por interrupciones de su modelo de negocio por la extensión de la inteligencia artificial (IA). Aunque la elevada velocidad de cambio en torno a la tecnología de IA hace difícil prever cuáles

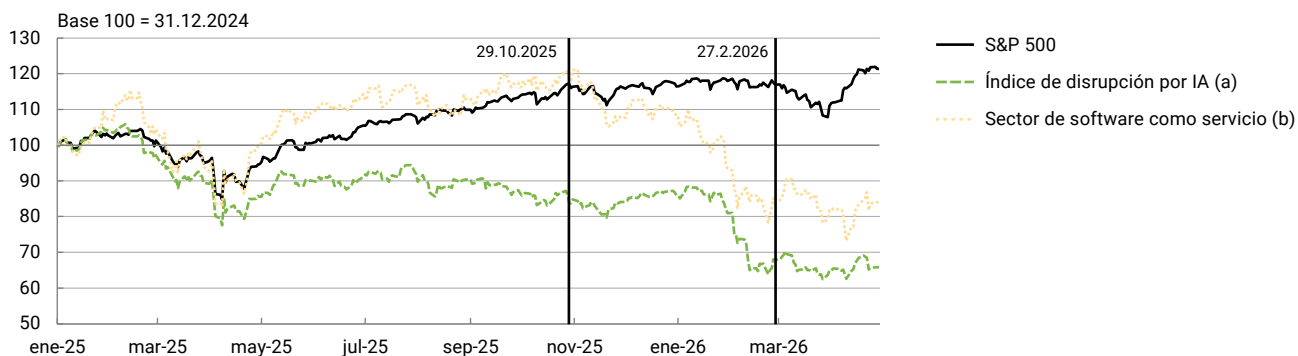
¹⁴ Véase el informe de vulnerabilidades del crédito privado publicado por el FSB el 6 de mayo de 2026.

¹⁵ Véase, por ejemplo, la intervención pública del presidente de la Reserva Federal de EEUU, Jerome Powell, el 30 de marzo.

Gráfico 5.7

Los efectos disruptivos de la IA se trasladan en caídas de las cotizaciones bursátiles de los sectores que pueden verse afectados negativamente por ellos

5.7.a S&P500, índice de disrupción por IA y de software como servicio



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. 29.10.2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha de 27.2.2026 indica el cierre anterior al inicio del conflicto en Irán.

- a** *US AI Disruption Index* de Morgan Stanley. Incluye 108 empresas que se pueden ver afectadas negativamente por los avances de los desarrolladores de IA.
b El índice del sector de software como servicio de UBS incluye la cotización de compañías que proveen servicios de software en la nube (Adobe Inc., Zoom, Dropbox, etc.).

serán los sectores más afectados a medio y largo plazo, el mercado parece empezar a ejercer una cierta discriminación entre empresas afectadas en distinto grado por la extensión de tecnologías de IA. El sector de desarrollo de *software* como servicio es un ejemplo de ello (véase gráfico 5.7). La aparición de algunas herramientas de IA, en particular las que abaratan el desarrollo de *software*, han erosionado sus perspectivas de crecimiento y generación de ingresos, lo que se ha reflejado en un deterioro de sus cotizaciones.

Las propias empresas de IA también están sujetas a riesgos relevantes. Como se ha señalado en anteriores Informes, la posible aparición de nuevos competidores o la fragmentación del mercado a causa de las tensiones geopolíticas son fuentes de vulnerabilidad para las valoraciones del sector. De forma fundamental, la valoración de estas tecnologías está sujeta al riesgo de que no se materialicen las ganancias de productividad esperadas a partir de su desarrollo y aplicación – o al menos no en la escala anticipada. Si este fuera el caso, las expectativas de rentabilidad se verían defraudadas y las valoraciones de las empresas de IA afrontarían correcciones a la baja potencialmente elevadas.

La guerra en Irán puede perjudicar de manera especial a la valoración de las empresas de IA. Este conflicto puede afectar al comercio o producción de semiconductores, del que la IA es especialmente dependiente. Además, la IA es una tecnología particularmente demandante en términos de consumo de energía¹⁶, por lo que se vería asimismo afectada muy negativamente por incrementos adicionales de su coste derivados de la guerra.

¹⁶ Por ejemplo, el Departamento de Energía de EEUU recogía en 2024 (véase *informe*) cómo el consumo eléctrico de los centros de datos había crecido de los 58 TWh en 2014 a los 176 TWh en 2023 (4,4 % de la electricidad producida en ese país) y estimaba un incremento de entre 325 y 580 TWh hasta 2028 (hasta el 12 % de la electricidad producida en el país).

La dependencia del crecimiento económico al dinamismo del sector tecnológico constituye un riesgo adicional sobre la actividad y la estabilidad financiera. Si se materializan los riesgos sobre el sector, además de los efectos a través de los mercados financieros, podría producirse un ajuste de la inversión, con repercusiones particularmente relevantes en economías sistémicas como EEUU. Las repercusiones negativas sobre la actividad se extenderían hacia las economías orientadas a la exportación y especializadas en productos tecnológicos, entre las que destacan las asiáticas.

Deuda soberana

La deuda soberana también puede sufrir el impacto de una agudización del conflicto en Oriente Medio. Tanto el deterioro económico de algunos sectores productivos como las medidas de apoyo para mitigar el impacto sobre los hogares tendrán un efecto negativo sobre la posición fiscal de los países. En el caso de algunas economías avanzadas, que parten ya de situaciones fiscales frágiles, este escenario puede conllevar repuntes de la prima de riesgo mayores que los observados hasta ahora.

Posibles impactos de los riesgos en los mercados financieros

Un endurecimiento de las condiciones financieras impactaría de forma relevante en la economía española. La materialización de los riesgos anteriores podría producir un aumento generalizado de las primas de riesgo. En el caso de la deuda soberana, este aumento podría dificultar la respuesta fiscal ante escenarios de crisis, puesto que el margen fiscal es reducido. De igual manera, el sector financiero podría verse perjudicado por la mayor fragmentación del mercado de capitales y sufrir un aumento notable de su coste de financiación. En última instancia, hogares y empresas enfrentarían mayores dificultades para acceder a la financiación minorista. Esta cadena acabaría impactando negativamente en la actividad real, retroalimentando a su vez el auge de las primas de riesgo.

5.3 Otros riesgos macroeconómicos

En un entorno global caracterizado por una elevada incertidumbre en torno al conflicto de Oriente Medio, la economía española afronta algunos riesgos macroeconómicos adicionales que se discuten en esta subsección. Si bien su potencial impacto es inferior al de los riesgos discutidos en las secciones 5.1 y 5.2, también tienen el potencial de frenar la actividad económica y endurecer las condiciones financieras.

Dinamismo del crecimiento económico en España

El crecimiento de la actividad en España se enfrenta a riesgos asociados a algunos sectores específicos. En particular, las exportaciones de servicios turísticos, que representan una proporción notable sobre el PIB (5,3 % en 2025), podrían verse afectadas por perturbaciones en las preferencias globales sobre turismo u oscilaciones cíclicas en su demanda. No obstante, dichos efectos adversos podrían verse parcialmente compensados por el efecto positivo en los flujos de visitantes de la mayor seguridad relativa de España como destino turístico en un entorno de tensiones geopolíticas elevadas. Adicionalmente, el elevado dinamismo de las exportaciones españolas de servicios no turísticos y la inversión en activos intangibles podrían verse frenados por el eventual debilitamiento del comercio internacional en un entorno de elevada incertidumbre a escala global.

Riesgos derivados de la política fiscal en las economías avanzadas

Las vulnerabilidades fiscales en España y otras economías avanzadas plantean riesgos adicionales para la estabilidad macrofinanciera. Un deterioro de la percepción de los agentes sobre su sostenibilidad fiscal por perturbaciones cíclicas y estructurales de distinta naturaleza a las analizadas en las secciones 5.1 y 5.2 (p. ej., las perturbaciones sectoriales sobre el crecimiento discutidas en el párrafo anterior) podría llevar igualmente a una reevaluación brusca de sus primas de riesgo. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la pérdida de confianza impactarían negativamente sobre el gasto público y el crecimiento económico. En el caso de economías de mayor importancia sistémica, como EEUU, las externalidades sobre el resto de la economía global serían mayores.

Mercado inmobiliario

La evolución de los precios de la vivienda constituye una fuente relevante de incertidumbre para la economía española. Aunque la inversión residencial ha mantenido una trayectoria de crecimiento en los últimos trimestres, el desacople entre oferta y demanda de vivienda seguirá presionando al alza sus precios. Si estas presiones se intensificaran, podría deteriorarse adicionalmente el problema de la accesibilidad a la vivienda, con potenciales efectos adversos sobre el bienestar, la movilidad laboral y el crecimiento económico a medio plazo.

5.4 Riesgos emergentes

Ciberriesgos y riesgos operacionales tecnológicos

El avance de los ciberriesgos y de los riesgos operacionales tecnológicos plantea un desafío cada vez mayor para la estabilidad financiera. En 2025, el número de incidentes tecnológicos¹⁷ significativos reportados al Banco de España por las entidades bajo su supervisión (entidades significativas, menos significativas, entidades de pago y de dinero electrónico) se situó en 92, siendo las categorías de eventos externos y fallos en los sistemas las más frecuentes, con solo 9 incidentes clasificados como de origen malicioso. En la misma línea, existe evidencia de una creciente profesionalización del cibercrimen y de su actividad dentro del ecosistema de los criptoactivos¹⁸. De forma más general, la digitalización del sector financiero expone a este a diversos riesgos operacionales asociados, incluso aunque no sean fruto de ciberataques, como caídas de servicio o pérdidas de acceso al dato.

El actual entorno geopolítico también acrecienta estos riesgos. El entorno global actual, más convulso y fragmentado, puede incrementar su frecuencia y severidad¹⁹. Además, los conflictos geopolíticos pueden causar daños físicos a instalaciones tecnológicas clave, como los nudos de comunicación o de computación, con repercusiones globales.

El fuerte dinamismo de la innovación tecnológica puede hacer emerger nuevas vulnerabilidades. En particular, los desarrollos tecnológicos que atañen a la ciberseguridad evolucionan de forma rápida y difícil de anticipar, como sucede con la IA generativa²⁰ o la computación cuántica²¹, lo que podría producir desequilibrios potencialmente críticos entre las capacidades ofensivas y defensivas. De hecho, algunos avances recientes en materia de IA podrían elevar ya los riesgos para la ciberseguridad, al facilitar la identificación de vulnerabilidades cibernéticas, reduciendo drásticamente el tiempo entre dicha identificación y su potencial uso malicioso (véase el recuadro 5.3).

El avance de nuevas tecnologías podría acarrear la desaparición de algunos proveedores tecnológicos tradicionales del sector financiero. Como se ha discutido en la sección 5.2 y

¹⁷ El Reglamento de la Unión Europea sobre resiliencia operativa digital (DORA) define incidente relacionado con las tecnologías de la información y la comunicación como un único suceso o una serie de sucesos interrelacionados no previstos por la entidad financiera que pone en peligro la seguridad de las redes y sistemas de información y tiene repercusiones negativas en la disponibilidad, autenticidad, integridad o confidencialidad de los datos o en los servicios prestados por la entidad financiera. Aquellos que cumplen determinados criterios y umbrales deben ser notificados a las autoridades competentes.

¹⁸ Véase el [informe](#) del proveedor privado Chainalysis para 2025.

¹⁹ Véase el [recuadro](#) dedicado a los ciberriesgos de origen geopolítico y su relevancia creciente en el *Financial Stability Report* del BCE de mayo de 2025.

²⁰ La IA generativa es una tipología de IA capaz de generar información nueva, como texto, código o imágenes, a partir de la extrapolación de patrones identificados previamente en otras fuentes de información. Su capacidad para replicar con apariencia de verosimilitud aspectos diversos de la realidad la hacen susceptible de ser usada para fines ilícitos.

²¹ La computación cuántica hace uso del principio de superposición de la física cuántica para reducir drásticamente el coste computacional asociado a la resolución de algunos problemas complejos. Aunque es todavía un área en desarrollo, su potencial para resolver problemas hasta ahora inaccesibles podría llegar a comprometer la seguridad de algunos procesos, como el cifrado criptográfico.

ejemplifica el gráfico 5.7, algunos modelos de negocio, como el desarrollo de *software* como servicio, pueden verse superados por el desarrollo tecnológico en curso. Esto también afectaría a los proveedores de servicios tecnológicos al sector financiero. Ello generaría un efecto disruptivo, al menos transitorio, sobre este. La capacidad de adaptarse al nuevo entorno y sustituir proveedores obsoletos puede ser heterogénea entre entidades financieras. Los más rezagados, en particular en materia de ciberseguridad, podrían quedar entonces expuestos a nuevos riesgos operacionales.

Fortalecer la resiliencia operativa y actualizar la identificación de amenazas y vulnerabilidades resulta esencial^{22,23}. A este respecto, las pruebas de resistencia a ciberincidentes o las evaluaciones de los marcos existentes suponen herramientas útiles para detectar vulnerabilidades²⁴. Igualmente, se debe mantener una vigilancia estrecha sobre la evolución geopolítica y tecnológica que condiciona la naturaleza de estas amenazas. De forma general, los ciberriesgos y los riesgos operacionales tecnológicos deben entenderse como un desafío estructural pero cambiante, para el que es necesario asignar recursos estables que no se vean menguados a causa de escenarios de crisis o caídas en la rentabilidad.

Criptoactivos y stablecoins

Se siguen identificando riesgos relevantes para la estabilidad financiera asociados a la potencial expansión de las *stablecoins*²⁵. A pesar de no presentar la volatilidad de los criptoactivos sin respaldo²⁶, las *stablecoins* conllevan riesgos específicos derivados de su vinculación con activos de respaldo y de su potencial expansión como medio de pago o instrumento de reserva de valor. Una adopción de las *stablecoins* más amplia podría favorecer procesos de desintermediación bancaria, erosionando la base de depósitos, con efectos sobre la estructura de financiación de las entidades y la transmisión de la política monetaria. Asimismo, episodios de pérdida de confianza podrían desencadenar reembolsos masivos, obligando a los emisores de *stablecoins* a liquidar los activos de reserva en condiciones adversas, con potencial contagio a otros mercados e intermediarios financieros con exposiciones similares.

22 El *Cyber Lexicon* del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) 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, conteniendo y recuperándose rápidamente ante ciberincidentes.

23 Véase, para una discusión más amplia, el capítulo 5 del *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025.

24 El BCE llevó a cabo un *ejercicio de esta naturaleza en 2024*, y en 2025 el FMI publicó una *evaluación del marco europeo* regulatorio y supervisor en materia de ciberriesgos.

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

26 Véase el recuadro 4.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025.

Estos riesgos podrían verse amplificados en el caso de las denominadas *global stablecoins*²⁷, diseñadas para su utilización a gran escala, incluso en un ámbito transfronterizo. En la actualidad, las *stablecoins* denominadas en dólares han alcanzado una posición dominante, al tiempo que la estrategia de soberanía monetaria impulsada por la Administración estadounidense promueve el desarrollo de *stablecoins* globales denominadas en dicha moneda. Una adopción amplia de estos instrumentos podría intensificar procesos de sustitución de monedas nacionales, aumentar los flujos financieros internacionales y amplificar la transmisión transfronteriza de la política monetaria estadounidense y, de forma más general, de perturbaciones entre jurisdicciones. En este contexto, la existencia de esquemas de emisión múltiple²⁸ sujetos a marcos regulatorios heterogéneos podría concentrar tensiones en algunas jurisdicciones y dificultar una gestión ordenada de estos episodios, aumentando así la probabilidad de efectos sistémicos.

El avance limitado y desigual en la regulación internacional de las *stablecoins*, así como en la cooperación y coordinación entre jurisdicciones, sigue constituyendo una fuente adicional de vulnerabilidad, en particular en el ámbito transfronterizo. La fragmentación regulatoria podría favorecer el arbitraje regulatorio y limitar la eficacia de las medidas destinadas a mitigar los riesgos asociados a su expansión.

Riesgos climáticos

Los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático continúan siendo relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera. Continúa acumulándose evidencia del impacto económico de la materialización de estos riesgos. En el ámbito nacional, el análisis de los episodios de lluvias extremas asociados a la DANA²⁹ en España documenta los efectos de este tipo de perturbaciones, en particular a través de la actividad y la calidad crediticias. En el ámbito europeo, trabajos recientes del Banco Central Europeo³⁰ que integran riesgos físicos agudos, como las inundaciones, y riesgos de transición en ejercicios de estrés muestran que ambos tipos de riesgo pueden afectar a los resultados y al capital de las

27 Según la definición del FSB, una *global stablecoin* es una *stablecoin* con alcance y uso existente o potencial en múltiples jurisdicciones y que podría llegar a ser sistémicamente importante en y a través de una o varias jurisdicciones, incluyendo como medio de pago y/o como depósito de valor.

28 Aquellos en los que un mismo criptoactivo es emitido por parte de la misma entidad o de entidades afiliadas (es decir, co-emisores) que operan en diferentes jurisdicciones (véase *FSB Thematic Review*). Para que estos esquemas adquieran significado, cada token debe ser fungible con los demás dentro del esquema, de modo que, en principio, no es posible determinar qué emisor o bajo qué jurisdicción ha sido emitido un token concreto. En este sentido, cada emisor puede tener que hacer frente al reembolso de todos los tokens emitidos, aunque solo mantenga reservas por una parte del stock.

29 Banco de España (2024): *Los riesgos financieros asociados a episodios de lluvias extremas: el caso de la DANA*, Revista de Estabilidad Financiera, núm. 25.

30 Véase *European Central Bank (2025): Integrating climate risk into the 2025 EU-wide stress test: the effects of climate risks for firms*, *Macroprudential Bulletin*, núm. 32.

entidades mediante daños directos, interrupciones de la actividad y efectos macroeconómicos de segunda ronda³¹.

En este contexto, es necesario mantener la cooperación internacional en materia de políticas climáticas. De lo contrario, podrían aumentar los costes asociados y la incertidumbre económica-financiera a medio y largo plazo y dificultar una respuesta ordenada frente a este tipo de riesgos. En particular, es necesario sostener los esfuerzos coordinados para obtener mejores datos, de forma eficiente y sin generar una complejidad de reporte indebida para empresas y otros agentes, y para desarrollar metodologías que nos permitan comprender y modelizar mejor el comportamiento a medio y largo plazo de los agentes ante estos retos, de forma que se puedan diseñar e implementar políticas de transición eficientes.

31 Los riesgos físicos derivados del aumento en la frecuencia e intensidad de los fenómenos meteorológicos extremos pueden afectar a la actividad económica y a la solvencia de hogares y empresas, así como al valor de los activos y a la cobertura aseguradora. Por su parte, los riesgos de transición vinculados a cambios regulatorios, tecnológicos y de preferencias de los consumidores pueden dar lugar a pérdidas de valoración y a una reasignación gradual, aunque potencialmente desordenada, de los flujos financieros, en particular en los sectores con mayores emisiones de CO₂.

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 podrían afectar a la economía española, el Banco de España lleva a cabo, con periodicidad semestral, un proceso de recopilación de información externa, iniciado en el *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025.

En este marco, durante el mes de febrero –con anterioridad, por tanto, al conflicto bélico en Irán– se celebraron encuentros con directores de riesgos de entidades bancarias españolas, analistas de mercado y académicos especializados en geopolítica. Posteriormente, en los meses de marzo y abril, se mantuvieron reuniones adicionales con expertos en geopolítica con el fin de profundizar en las posibles implicaciones para la estabilidad financiera del conflicto en Oriente Medio.

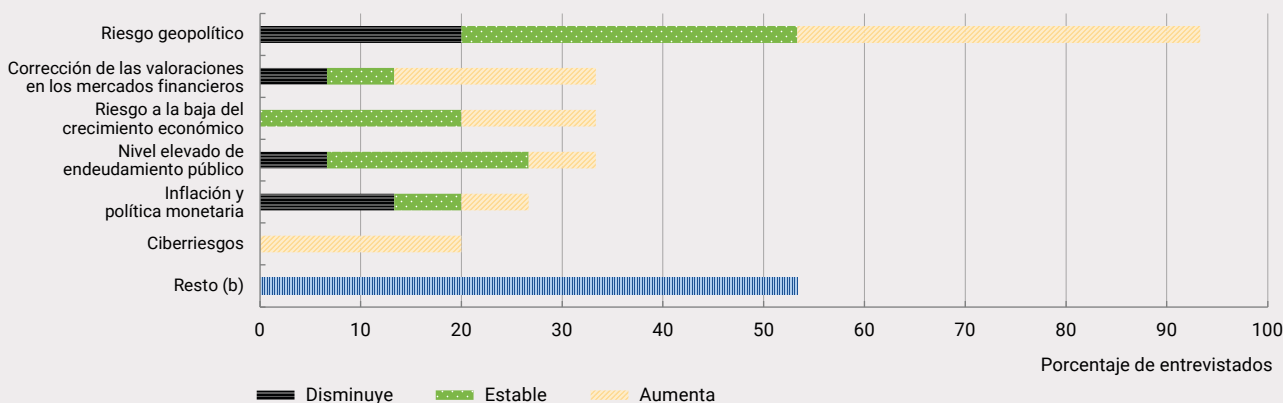
De forma previa a algunos de estos encuentros se circuló un cuestionario sobre los riesgos y las vulnerabilidades que pueden afectar a la estabilidad financiera, el cual sirvió para estructurar la discusión. Como novedad, en esta edición se invitó a los participantes a señalar su visión sobre la tendencia (decreciente, estable o creciente) de los factores identificados.

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

El gráfico 1 presenta los principales riesgos identificados por los participantes en un horizonte de dos años. Para cada factor se muestra el porcentaje de expertos que lo señaló como un riesgo actual, así como la variación en su intensidad percibida en los últimos seis meses.

El principal riesgo identificado es, con gran diferencia, el geopolítico, que además conserva mayoritariamente una relevancia igual o mayor que hace seis meses. Los participantes incidieron en el carácter impredecible de muchos de los eventos geopolíticos recientes, que se desencadenan en semanas o días, así como en la dificultad de trasladar estos a los riesgos tradicionales (crédito, mercado, liquidez, etc.). Asimismo, se puso de relieve la preocupación por la formación de dinámicas de bloques entre grandes potencias por el posible debilitamiento relativo de la economía y de las instituciones europeas, así como por el riesgo de que los mercados

Gráfico 1 Principales riesgos para la estabilidad financiera (a)



FUENTE: Cuestionarios del Banco de España a directores de riesgos y analistas de mercado circulados en febrero de 2026.

- 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?». Adicionalmente, se preguntó: «¿En los últimos seis meses, cómo ha cambiado la intensidad de los riesgos anteriormente mencionados?».
- b Otros riesgos identificados en el actual ciclo de entrevistas incluyen el mercado inmobiliario, el riesgo de baja rentabilidad de la inteligencia artificial, los riesgos operacionales, los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza, la mayor competencia en el sector financiero, el nivel elevado de endeudamiento privado, la interconexión entre los bancos y el sector financiero no bancario, los retos estructurales de la UE y el riesgo regulatorio.

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

financieros estén infravalorando las consecuencias de estos acontecimientos, dada su creciente recurrencia en el último año.

A cierta distancia, se identificaron otros tres focos de riesgo, todos ellos con un grado de señalización muy similar por parte de los expertos.

El riesgo de corrección abrupta del precio de los activos financieros también se percibe mayoritariamente con una relevancia igual o superior a la de hace seis meses. Se señaló que el precio de algunos activos continúa en niveles históricamente elevados y que los eventos geopolíticos, junto con posibles revisiones en las expectativas sobre el desarrollo de la inteligencia artificial y sus implicaciones económicas y financieras, podrían incidir en las valoraciones. Los efectos sobre la estabilidad financiera serían más acusados en caso de que dichos ajustes se produjeran de forma abrupta.

El riesgo asociado a una desaceleración persistente del crecimiento económico se habría intensificado en los últimos seis meses. Se destacó su estrecha relación con el riesgo geopolítico, si bien también se señaló que algunos de los factores que han venido apoyando el crecimiento de la economía española —como la recepción de fondos europeos o el aumento de la población— tienen un carácter transitorio, lo que podría dificultar el mantenimiento del actual dinamismo económico en el medio plazo.

Persisten los riesgos asociados al elevado nivel de endeudamiento público en algunas de las principales economías avanzadas. Se identificó el alto endeudamiento como un factor que limita la capacidad de reacción fiscal ante posibles perturbaciones. También se señalaron las dificultades para implementar planes de consolidación fiscal en numerosas jurisdicciones. Si bien los inversores continúan mostrando apetito por la deuda pública —en particular en la española—, se advirtió su potencial

reversión en caso de un deterioro significativo de las perspectivas económicas.

Otros riesgos señalados por un número significativo de expertos fueron la evolución de la inflación y la reacción de la política monetaria —pese a que el cuestionario se había distribuido con anterioridad al conflicto en Irán—, así como los ciberriesgos, especialmente aquellos asociados a conflictos geopolíticos.

En relación con los encuentros mantenidos con investigadores especializados en geopolítica, más allá de las repercusiones del conflicto bélico (véase la sección 5.1), se destacó que el entorno actual se caracteriza por una creciente fragmentación del orden internacional, asociada a dinámicas de formación de bloques en un contexto de rivalidad creciente, lo que incide en un elevado grado de incertidumbre.

En este contexto, la Unión Europea (UE) afrontaría una serie de retos estructurales que condicionarán su papel internacional, entre los que destacan la necesidad de mejorar su competitividad, avanzar hacia un marco de defensa común, reforzar su gobernanza en un contexto de creciente fragmentación política y profundizar en su autonomía estratégica. Su posición militar y financiera sobre la guerra en Ucrania, ante un posible escenario de menor involucración de EEUU, puede suponer también una tensión añadida. En paralelo, se subrayaron implicaciones relevantes para la estabilidad financiera y la soberanía tecnológica, como las tensiones regulatorias en torno a las *stablecoins*, el aumento de enfoques proteccionistas en Europa y el lento avance de la Unión Bancaria.

En lo que respecta a otros actores globales, en el caso de EEUU se destacó la redefinición de su liderazgo internacional hacia un marco de actuación menos vinculado al multilateralismo, mientras que, en el caso de China, se espera que continúe avanzando en la consolidación de su liderazgo tecnológico e industrial.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Los enfrentamientos militares recientes en la región del Golfo Pérsico y el estrecho de Ormuz y la situación de tensión geopolítica que persiste en la zona han generado una situación de alta incertidumbre alrededor de los precios de la energía. En este contexto, es relevante valorar la resiliencia del sector bancario español ante posibles escenarios energéticos adversos.

Con este objetivo, este recuadro presenta dos escenarios hipotéticos adversos, con supuestos extremos sobre los precios de la energía, y utiliza el modelo FLESB (*Forward Looking Exercise for Spanish Banks*) para evaluar el impacto que estos podrían tener –a través del negocio doméstico y las tenencias soberanas domésticas– sobre los resultados y los niveles de capital del sistema bancario español¹. Estos escenarios adversos se comparan con un escenario base que corresponde a las previsiones publicadas por el Banco de España en diciembre de 2025 (las últimas previas a la guerra en el Golfo Pérsico).

Estos escenarios contemplan supuestos severos en línea con otras crisis energéticas graves de la segunda mitad del siglo XX. Ello proporciona información útil para obtener una primera cuantificación del potencial efecto negativo

sobre los bancos españoles de la subida del precio de la energía a través de canales macroeconómicos, y no a través de su exposición directa a la región que, como se ha discutido (véase sección 3.1), es limitada.

Es necesario tener en cuenta que estos ejercicios no son previsiones, sino que consideran escenarios hipotéticos extremos, de baja probabilidad pero no implausibles, con el objetivo de medir la resistencia del sistema bancario, no de predecir su respuesta más probable a la crisis actual.

Escenarios de precios de la energía

El punto de partida del ejercicio es la elaboración de dos escenarios de subidas intensas de los precios de la energía, detallados en el gráfico 1. En el primero, denominado «escenario Brent \$145», el precio del petróleo crudo se duplica respecto a los niveles anteriores a la crisis, de forma que se mantiene durante dos años en los 145 dólares por barril. Utilizando la elasticidad estimada por Caldara, Cavallo y Iacoviello (2019), este escenario se correspondería con una reducción persistente del 9 % en la oferta mundial de petróleo², algo superior a las caídas del 7,6 % en la Guerra del Golfo de 1990.

Gráfico 1
Evolución del precio del petróleo



FUENTE: Banco de España.

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

2 La elasticidad estimada por Caldara, Cavallo y Iacoviello (2019) es de 7,5 puntos de aumento del precio por cada punto de reducción de la oferta, a aplicar sobre tasas logarítmicas.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

El segundo escenario, denominado «escenario Brent \$220», es más acusado y también relativamente persistente. El precio del petróleo se triplica respecto a la situación previa y alcanza los 220 dólares por barril en el segundo trimestre de 2026, y desde ahí baja lentamente hasta los 150 dólares a finales de 2027. De acuerdo con la elasticidad de Caldara Cavallo y Iacoviello (2019), este escenario más intenso correspondería a una reducción del 14 % en la oferta mundial de petróleo, en línea con la suma de las reducciones en la oferta observadas entre 1979 y 1983, durante la segunda crisis del petróleo³. Ambos escenarios incorporan también aumentos en los precios de otros *inputs* energéticos como el gas natural —cuya oferta también se ha visto afectada por el conflicto—, calculados de forma análoga pero con sus propias elasticidades.

Resto de elementos de los escenarios macrofinancieros

Para convertir estos supuestos sobre precios energéticos en escenarios macroeconómicos, se emplean funciones de transferencia para estimar el efecto sobre la inflación general y, a continuación, se simulan con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) las sendas correspondientes del PIB, el desempleo y el resto de las variables macroeconómicas necesarias para evaluar el impacto en la solvencia bancaria.

En este modelo macroeconómico, el aumento de los precios energéticos lleva a un aumento de los costes de las empresas, que lo trasladan a los precios de sus productos. Esto activa el canal principal de efectos, que transcurre a través de la demanda de los hogares: al tener menos renta en términos reales por el aumento de los precios, las familias recortan sus decisiones de consumo e inversión en vivienda. Esta respuesta inicial de los hogares se traslada después al resto de variables de la economía: las empresas reciben una menor demanda y recortan la inversión y el empleo, amplificando los efectos de la perturbación inicial, mientras que los estabilizadores automáticos del sector público (por ejemplo, las prestaciones de desempleo) moderan dichos efectos⁴. El modelo combina todos estos mecanismos en un contexto de equilibrio general.

Según los resultados obtenidos, la subida del precio del petróleo considerada en ambos escenarios genera un aumento en la inflación fuerte y rápido, pero también temporal: como muestra el gráfico 2, se alcanzan tasas muy elevadas en 2026 (6,8 % y 9,5 % en los escenarios Brent \$145 y Brent \$220, respectivamente), pero en 2027 la inflación resulta mucho más moderada (3,7 % y 3 %), porque, pese a que los precios del petróleo se mantienen en niveles muy altos, no acumulan incrementos adicionales, y los efectos de segunda vuelta sobre el resto de precios resultan limitados.

Sin embargo, como muestra el gráfico 3, el impacto sobre la actividad es más persistente: los agentes reaccionan con cierto retraso ante los aumentos de precios, de manera que el efecto máximo sobre la tasa de crecimiento del PIB se observa en el segundo año de la simulación. En 2026, el crecimiento se frena hasta 1 punto porcentual (pp) y 1,7 pp frente a la tasa del 2,3 % en el base, quedando en el 1,3 % y el 0,6 % en los escenarios Brent \$145 y Brent \$220, respectivamente. En 2027, se produce un crecimiento nulo en el escenario Brent \$145 (1,7 pp inferior al base) y una contracción del 0,7 % en el escenario Brent \$220 (2,4 pp inferior al base). En este caso, la recesión es leve y rápida y se retorna al crecimiento en los años posteriores (ya fuera del horizonte del ejercicio que se presenta en este recuadro). Los efectos son más persistentes aún en la tasa de desempleo, que presenta incrementos hasta el 11,7 % y el 12,9 % en los escenarios Brent \$145 y Brent \$220 (véase gráfico 4).

Por su parte, el gráfico 5 muestra cómo el crecimiento nominal del crédito a hogares y empresas, que permanece relativamente estable en el escenario base, se desacelera sustancialmente en el escenario Brent \$145 e incluso se sitúa en un nivel negativo en el escenario Brent \$220, en línea con la ralentización de la actividad económica.

Dado que se trata de escenarios fuertemente inflacionarios, no solo en España sino en el conjunto del área del euro, vienen también acompañados de una reacción de la política monetaria que implica importantes aumentos en

3 Ese episodio histórico incluye los efectos conjugados de la revolución iraní de 1979 y la guerra Irán-Irak a partir de 1980.

4 El sector público solo reacciona en estos escenarios en términos de estos estabilizadores automáticos. En particular, el ejercicio no incorpora medidas de política fiscal en respuesta a la perturbación energética, siguiendo esta el supuesto habitual de *no policy change*.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

Gráfico 2
Escenarios de inflación

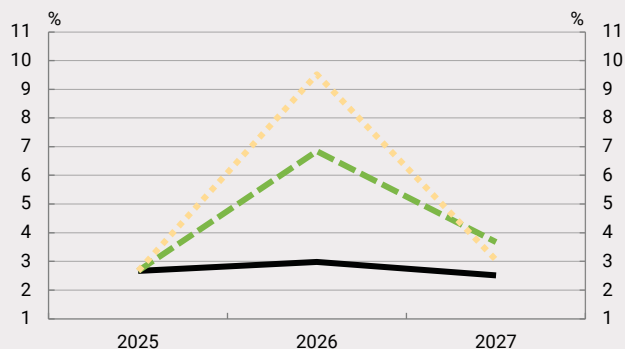


Gráfico 3
Escenarios de crecimiento PIB real

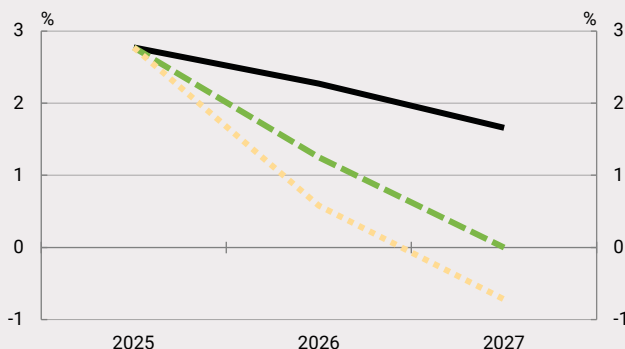


Gráfico 4
Escenarios de desempleo

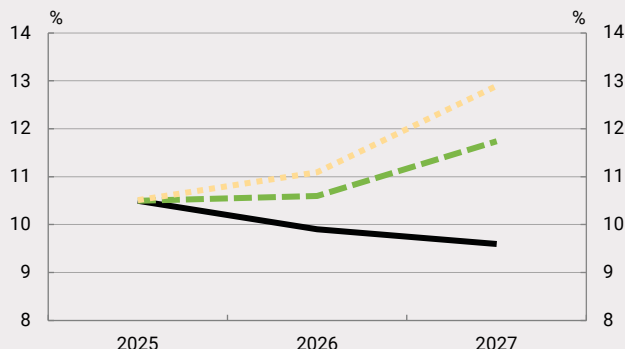
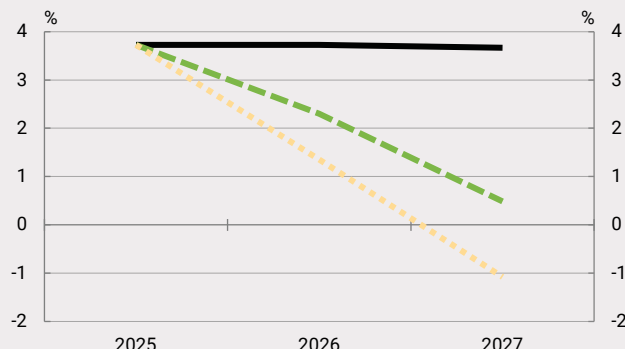


Gráfico 5
Escenarios de crecimiento del crédito



— Base - - - - Escenario Brent \$145 ····· Escenario Brent \$220

FUENTE: Banco de España.

los tipos de interés de corto plazo (véase gráfico 6)⁵. Ambos escenarios conllevan también una subida de los tipos de largo plazo (en línea con lo observado en las primeras semanas tras el inicio de las hostilidades en Irán) y correcciones generalizadas en los precios de los

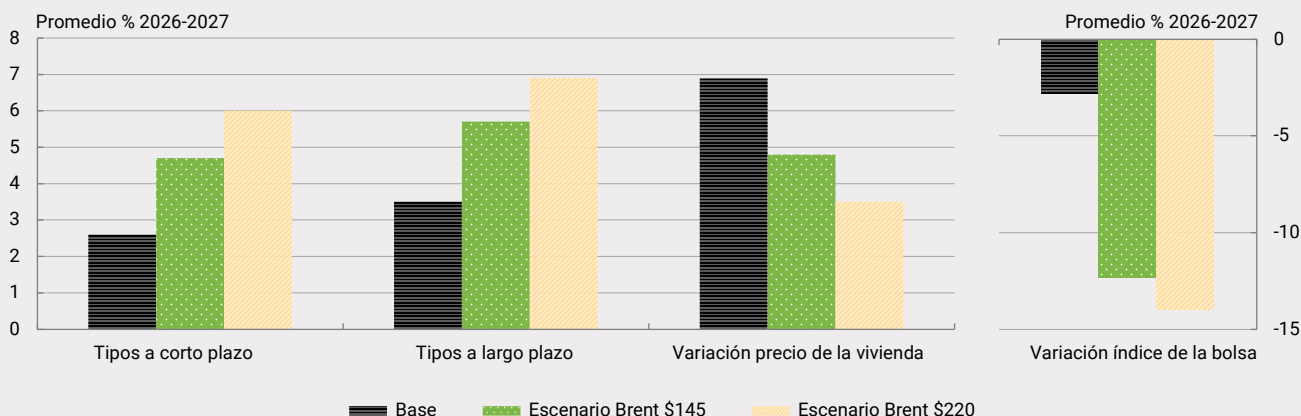
activos, con menores crecimientos de los precios de la vivienda y caídas en la bolsa. En conjunto, el impacto macroeconómico de estos escenarios es sustancial, pero menor que el de los escenarios que habitualmente se emplean en las pruebas de resistencia a la banca⁶.

5 Para simular el aumento en los tipos de interés a corto plazo, se aplica una regla de política monetaria relativamente estándar: la del *New Area Wide-Model II* [véase Günter Coenen, Peter Karadi, Sebastian Schmidt y Anders Warne. (2019). "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector". Working Paper Series, 2200, European Central Bank]. Esta regla hace que los tipos de interés de corto plazo dependan de su pasado, del PIB y de la inflación del área del euro. Estas variables se estiman a partir de los escenarios publicados por el BCE en las *ECB staff macroeconomic projections for the euro area* de marzo de 2026, que se reescalan hasta alcanzar el tamaño de los aquí planteados. Es importante resaltar que este último supuesto no prejuzga la eventual respuesta de la política monetaria del BCE ante una hipotética materialización de estos escenarios.

6 Por ejemplo, en términos de crecimiento del PIB real promedio, en el escenario más severo de este ejercicio (Brent \$220) se observa una distancia respecto al escenario base de 2 pp, mientras que en el escenario adverso del ejercicio EU System-Wide de la EBA, esta distancia llega hasta a los 3,4 pp. Véanse para referencia y mayor detalle los últimos escenarios utilizados en las pruebas de resistencia de Banco de España en el *recuadro 3.2* del IEF de otoño de 2025.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

Gráfico 6
Escenarios de tipos de interés y valoración de precio de los activos



FUENTE: Banco de España.

- a Los tipos a corto corresponden con el euribor a 3 meses.
- b Los tipos a largo plazo están medidos por el rendimiento del bono soberano a 10 años (deuda de las AAPP).

Efectos sobre el sector bancario

Esta sección analiza cómo los escenarios macroeconómicos asociados a distintas sendas del precio de la energía afectarían, a través del negocio doméstico y las tenencias soberanas, a la rentabilidad y a la solvencia de las entidades bancarias españolas, medida esta última a través de la ratio de capital CET1 *fully loaded*⁷.

El gráfico 7 muestra que ambos escenarios tienen un impacto negativo apreciable sobre la rentabilidad bancaria. Tomando como referencia la suma del beneficio en España antes de impuestos y variaciones adicionales de valor de las tenencias de deuda pública española⁸, este importe se vería reducido un 28 % (con respecto al base) en el escenario Brent \$145 y un 47 % en el escenario Brent \$220. En el escenario Brent \$145, esta reducción representa cerca de -0,7 pp en relación con los activos

ponderados por riesgo (APR) de partida, mientras que en el escenario más severo, Brent \$220, el deterioro es mayor, con un impacto que alcanza aproximadamente -1,1 pp de APR en 2026 y -1,3 pp en el acumulado del horizonte⁹. Estos resultados ponen de manifiesto que shocks energéticos como los considerados aquí afectarían de forma material a la capacidad de generación de resultados de las entidades, con un impacto que aumenta con la severidad del escenario.

Sin embargo, pese al impacto sobre la rentabilidad, la solvencia de las entidades muestra una elevada resistencia, gracias a la capacidad de las entidades para absorber el *shock* mediante distintos mecanismos compensadores. Así, la ratio CET1, presentada en el gráfico 8, registra diferencias muy limitadas entre los escenarios adversos y el escenario base al final del horizonte.

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

8 El beneficio antes de impuestos es el resultado financiero obtenido tras restar todos los gastos operativos, financieros y amortizaciones de sus ingresos totales, excluyendo únicamente el impuesto sobre sociedades. Parte de las variaciones de valor de algunos activos (por ejemplo la caída de valor de un bono de deuda pública cuando suben los tipos de interés) se registra en el patrimonio de los bancos de acuerdo con las normas contables a través de cuentas distintas a las de beneficio. Se suman así estos dos impactos para tener una medida más completa del cambio en valor económico.

9 La presentación del impacto sobre rentabilidad en términos de APR hace que sea más sencillo ligar este impacto con los siguientes pasos del análisis. La rentabilidad en relación con el total de activos se reduce en 2026-2027 en -0,4 pp en el escenario Brent \$145 y en -0,7 pp en el escenario Brent \$220.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

Gráfico 7
Rentabilidad (a)

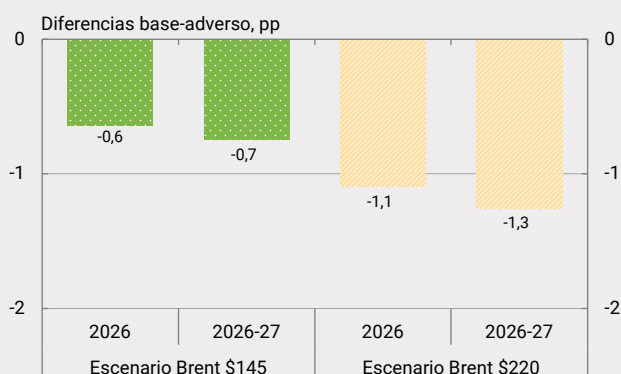
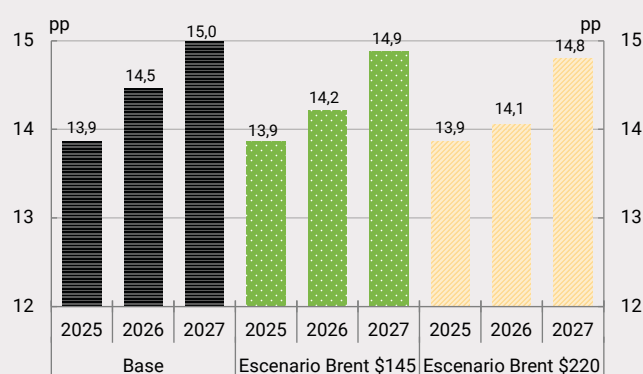


Gráfico 8
Evolución de la ratio de CET1



FUENTE: Banco de España.

a Se define como el impacto en resultados antes de impuestos y reparto de beneficios (considerando la pérdida de soberano que se computa como otro resultado global sin pasar por la cuenta de resultados). Esta cifra se muestra como porcentaje sobre los APR de 2025.

Todas las trayectorias parten del nivel observado a finales de 2025, de en torno al 13,9 %. A partir de ese punto, en el escenario base la ratio CET1 mantiene una trayectoria ascendente hasta 2027, mientras que en los escenarios adversos la mejora es más moderada. En el escenario Brent \$145, el nivel de la ratio CET1 se sitúa 0,3 pp por debajo del escenario base en 2026, aunque esta diferencia se reduce hacia el final del horizonte. En el escenario Brent \$220 las desviaciones son más acusadas, alcanzando en torno a 0,4 pp en 2026, aunque también se observa una recuperación parcial hacia el final del horizonte, quedando una diferencia residual de solo 0,2 pp.

El gráfico 9 descompone la aportación de los distintos factores que explican el impacto de los escenarios adversos sobre la ratio CET1. El deterioro de la calidad del crédito en España constituye el principal factor negativo (genera pérdidas que merman el beneficio antes de impuestos), con impactos sustanciales: aproximadamente -1 pp del APR inicial en el escenario Brent \$145 y -1,9 pp del APR en el escenario Brent \$220. El impacto negativo del deterioro de las tenencias soberanas es mucho más limitado, a lo que contribuye la estrategia de los bancos españoles de mantener tenencias estables de estos

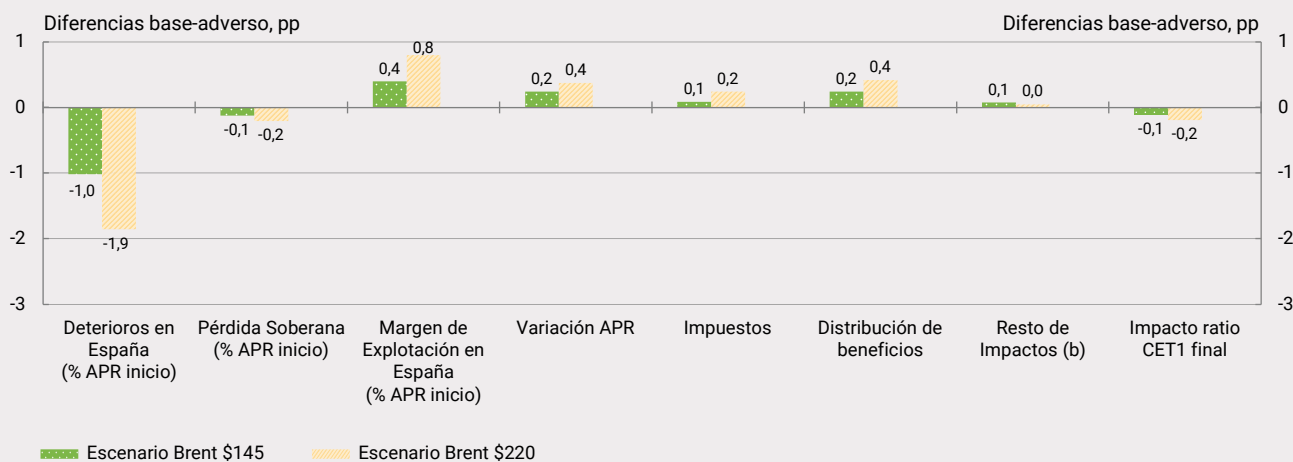
activos, con el resultante tratamiento contable de coste amortizado, que hace que su valor no se ajuste a las variaciones en los precios de mercado¹⁰.

Los efectos negativos se ven parcialmente compensados por otros canales. La mejora del margen de explotación respecto al escenario base, asociada a la subida de los tipos de interés, contribuye positivamente a aumentar el beneficio antes de impuestos y así al nivel de la ratio CET1, con un efecto más acusado en el escenario más severo. La contracción del crédito bancario, reflejado en la reducción de los APR, aporta también una compensación adicional, si bien esta se produce a costa de una menor financiación a la economía real. Asimismo, el efecto neto negativo sobre el beneficio antes de impuestos (las pérdidas por deterioro de crédito dominan la mejora del margen de explotación) conduce a menores pagos por impuestos (la base imponible es más pequeña) y un menor reparto de beneficios (la base de reparto es más pequeña), mitigando el impacto final en el capital generado orgánicamente a lo largo del horizonte. Como resultado de estos mecanismos compensadores, el impacto neto sobre el nivel de la ratio CET1 final es limitado, situándose en torno a 0,1 pp en el escenario Brent \$145 y en torno a 0,2 pp en el escenario Brent \$220.

10 El coste amortizado se define como el importe inicial del activo o pasivo financiero, menos los reembolsos de principal, más o menos la parte imputada en pérdidas y ganancias de ajustes entre importe inicial y el valor de reembolso al vencimiento por cambios en el tipo de interés efectivo aplicable al contrato. De forma destacada, el valor del activo a coste amortizado no se ajusta por variaciones en su valor de mercado.

ANÁLISIS DE IMPACTO SOBRE EL SECTOR BANCARIO DE ESCENARIOS HIPOTÉTICOS ADVERSOS DE EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (cont.)

Gráfico 9
Impacto neto en ratio CET1 a través de distintos canales (a)



FUENTE: Banco de España.

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

Conclusiones

En conjunto, los escenarios simulados muestran una importante resiliencia del sistema bancario español ante repuntes intensos y persistentes del precio del petróleo y otras fuentes de energía. Sin embargo, el impacto sobre la capacidad de generación de beneficios de las entidades es sustancial. Estos resultados informan sobre la capacidad de los bancos españoles de resistir desviaciones muy marcadas de los escenarios centrales, que tienen una muy baja probabilidad, pero son plausibles.

Los análisis deben interpretarse con cautela. En primer lugar, la solvencia de los bancos podría verse afectada a través de otros canales financieros (por ejemplo, el negocio en el extranjero o cambios en las condiciones de liquidez en los mercados). Además, el elevado grado de incertidumbre asociado al contexto geopolítico actual podría dar lugar a sendas macrofinancieras sensiblemente diferentes de las consideradas en este ejercicio y generar escenarios de cola (con muy baja probabilidad pero plausibles) distintos.

Los escenarios estudiados consideran un encarecimiento muy marcado del precio de la energía y miden sus efectos en la economía de acuerdo con modelos de equilibrio

general que capturan diversos canales de transmisión de estas perturbaciones de precios. En este sentido, estos ejercicios no consideran todos los posibles efectos y canales de transmisión macroeconómicos relevantes en escenarios extremos.

Por ejemplo, además de los efectos precio, ante restricciones en las cantidades disponibles de bienes energéticos o de otros *inputs* de producción, se podrían generar cuellos de botella en las cadenas globales de producción que magnificaran los efectos sobre la actividad económica y la inflación. Alternativamente, la incertidumbre sobre el suministro energético o su mayor precio podrían propiciar mayores correcciones en los mercados financieros o pérdidas de confianza, que reducirían las presiones inflacionarias pero podrían ampliar los efectos negativos sobre la actividad o las restricciones financieras que afrontarían hogares y empresas. Como parte de la monitorización de riesgos para la estabilidad financiera, el Banco de España continuará reuniendo y analizando información que permita una valoración adecuada y actualizada del entorno actual de incertidumbre, buscando la caracterización más completa posible de los escenarios de riesgo y de su impacto sobre el sector bancario.

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD

La aceleración de la innovación tecnológica está transformando el perfil de los ciberriesgos que afectan al sistema financiero. Los avances en inteligencia artificial (IA) y en otras tecnologías como la computación cuántica podrían acelerar el desarrollo de técnicas y métodos que comprometen la seguridad de los sistemas de información y generar potencialmente un salto cualitativo en sus capacidades. Esto obligaría a revisar, al menos en parte, las estrategias de ciberseguridad actuales.

Este recuadro reúne información sobre los desarrollos más recientes en este ámbito, identifica distintas implicaciones para la estabilidad financiera y discute la capacidad de reacción del sistema bancario y de su marco regulatorio y supervisor para adaptarse y contener los riesgos operacionales.

Aplicación de la inteligencia artificial para la explotación de vulnerabilidades informáticas

En gran medida, el interés creciente en esta cuestión responde a la reciente aparición de Claude Mythos, un modelo de IA desarrollado por la empresa estadounidense Anthropic, orientado a tareas avanzadas de razonamiento y programación. Según esta empresa desarrolladora, este modelo ha demostrado capacidades excepcionales para identificar y encadenar vulnerabilidades de *software*¹.

De acuerdo con la información publicada por Anthropic en su web técnica y en la documentación técnica de Claude Mythos, esta aplicación habría sido capaz de identificar un alto número de vulnerabilidades de día cero y severidad crítica en distintos componentes de *software*, algunas de las cuales llevaban décadas presentes sin ser detectadas².

La novedad de la aplicación de Claude Mythos para la detección de vulnerabilidades residiría en la capacidad del modelo para descubrirlas de forma automatizada y combinarlas en cadenas de explotación, reduciendo drásticamente el tiempo entre identificación y posible uso malicioso. En términos generales, estas vulnerabilidades podrían explotarse para obtener control no autorizado de

sistemas, acceder a información sensible o comprometer la integridad y disponibilidad de servicios críticos.

Los distintos elementos de *software* en los que se han identificado vulnerabilidades incluyen sistemas operativos, navegadores, programas multimedia y bibliotecas. Aunque no sería necesariamente el caso, los fallos en estas últimas podrían permitir potencialmente falsificar certificados o descifrar comunicaciones privadas.

Conviene subrayar, no obstante, que en el momento actual la información se limita a los anuncios de la empresa desarrolladora Anthropic, que las capacidades de Claude Mythos no han sido aún plenamente validadas de forma independiente y que este anuncio podría incorporar también elementos de posicionamiento comercial en un entorno de fuerte competencia entre desarrolladores de modelos avanzados de IA.

Bajo escenarios adversos, este desarrollo tecnológico alcanzaría un potencial impacto sistémico negativo. Acelerar y aumentar la escala de las capacidades de explotación de vulnerabilidades informáticas podría generar, con respecto a la situación actual, olas más sincronizadas y extensas de ciberataques que afecten a tecnologías compartidas por gran parte del sector financiero, así como por otros sectores económicos. En particular, la explotación de vulnerabilidades en elementos críticos del sistema de pagos podría dificultar o impedir durante ciertos períodos el desarrollo de transacciones económicas. Dado el uso extendido de ciertos elementos tecnológicos (por ejemplo, sistemas operativos) y la concentración de muchas empresas en un número reducido de proveedores críticos de *software* y *hardware*, este escenario de alta capacidad de la IA para el desarrollo de ciberataques elevaría la dimensión sistémica del riesgo operativo.

Conviene remarcar que el caso de Claude Mythos se enmarca en una tendencia más general de desarrollo de modelos basados en IA. En este sentido, incluso si las capacidades de este modelo concreto no resultasen finalmente excepcionales en relación con otras

1 Encadenar vulnerabilidades de *software* implica la combinación secuencial de varios fallos de seguridad distintos para construir un ataque con un impacto mucho mayor que la explotación de vulnerabilidades individuales. Por ejemplo, una vulnerabilidad permite obtener acceso inicial al sistema, otra escalar privilegios de acceso en el mismo y una tercera extraer información.

2 Una vulnerabilidad de día cero es un fallo de seguridad desconocido por el desarrollador de un *software* o *hardware* informático, sin solución disponible en el momento de ser explotado por un atacante. El término indica que los desarrolladores tienen cero días para su solución antes de que sea utilizado con fines maliciosos.

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD (cont.)

alternativas existentes, seguiría siendo un paso más en la mejora progresiva del conjunto de herramientas a disposición de usuarios legítimos, pero también de posibles actores maliciosos. En cualquier caso, la previsible aparición de más herramientas con altas capacidades facilitaría la proliferación de su uso y extendería la dimensión sistémica de este desarrollo tecnológico.

En este contexto, Anthropic ha lanzado la iniciativa *Glasswing*, que permite el acceso cerrado a Claude Mythos a un número reducido de empresas estadounidenses del sector tecnológico, de la ciberseguridad, las finanzas y el *software* abierto. Esto posibilitaría el desarrollo de estrategias defensivas de manera anticipada a la distribución comercial más amplia de esta aplicación de IA.

Esta iniciativa podría ayudar a conocer y a mitigar los riesgos asociados a esta tecnología, pero la contención efectiva de su dimensión sistémica requerirá de un grado elevado de coordinación internacional. En una economía mundial con importantes interconexiones entre empresas y entidades de distintos países, si las vulnerabilidades no se mitigan en partes extensas de la red, esto podría facilitar ataques que acabarían transmitiéndose al conjunto del sistema global. En particular, el Consejo de Estabilidad Financiera³ (FSB, por sus siglas en inglés) podría ser uno

de los foros que contribuyeran a esta coordinación internacional.

Ante el alcance sistémico y global de estas tecnologías, se plantean como necesarios tanto el acceso a *Glasswing* o a iniciativas análogas de empresas de otros países, además de las de EEUU, como la interacción regular entre sector público y privado. Ante un potencial riesgo de naturaleza sistémica, es ineludible disponer de mecanismos de análisis y testeo de las nuevas tecnologías y comparación de información globales que eviten asimetrías.

Adicionalmente, resulta importante que en el ámbito europeo se desarrollen capacidades robustas en estas tecnologías, que permitan avanzar en la soberanía digital, mejorar las capacidades propias de ciberdefensa y asegurar un rol activo en el diseño e implementación de soluciones globales frente a estos riesgos.

De forma clave, la potencial aplicación de esta tecnología para mejorar los sistemas de defensa y reducir los tiempos de reacción frente a vulnerabilidades obliga a cambiar los modelos de decisión de las entidades, haciéndolos más ágiles, y genera nuevas incertidumbres sobre la calidad técnica de las soluciones para corregir los riesgos. En conjunto, el balance entre las mejoras de las capacidades ofensivas y defensivas en ciberseguridad posibilitadas

Esquema 1
Modelo de inteligencia artificial Claude Mythos

	¿Qué es?	¿Por qué es relevante?
Claude Mythos	<ul style="list-style-type: none"> Modelo de IA con capacidades avanzadas para identificar y explotar vulnerabilidades de software. Desarrollado por la empresa estadounidense Anthropic. 	<ul style="list-style-type: none"> Podría cambiar el modelo de amenaza al acelerar y escalar la detección y explotación de vulnerabilidades en los sistemas de información.
Riesgo tecnológico principal	<ul style="list-style-type: none"> Aumento de velocidad, escala y automatización de los ataques a sistemas de información. Esta capacidad es actualmente incierta en ausencia de validación independiente y extensa. 	<ul style="list-style-type: none"> Los sistemas de defensa actuales podrían verse superados por la velocidad y las nuevas clases de ciberataques. Podría generar oleadas más sincronizadas de explotación de vulnerabilidades, difíciles de gestionar por los sistemas actuales.
Proyecto <i>Glasswing</i>	<ul style="list-style-type: none"> Proyecto de acceso limitado a Claude Mythos a distintas empresas de EEUU para desarrollar estrategias de defensa antes de su potencial distribución comercial más amplia. 	<ul style="list-style-type: none"> Proporcionaría ventaja a las empresas participantes para desarrollar estrategias de defensa frente a los ciberataques basados en esta tecnología.
Implicación sistémica	<ul style="list-style-type: none"> Aumento de los ciber-incidentes en el conjunto del sistema económico. Las capacidades de Claude Mythos pueden ser replicadas y expandidas por otros modelos. 	<ul style="list-style-type: none"> Aumento de los riesgos operacionales de todos los sectores económicos.

FUENTE: Banco de España.

3 El FSB es un organismo internacional creado en 2009 que supervisa y recomienda políticas para fortalecer el sistema financiero global. El FSB contribuye a la monitorización global de vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera, y promueve la implementación coherente de normas y la coordinación de políticas en el ámbito de la estabilidad financiera.

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD (cont.)

por la IA es hoy en día incierto. El esquema 1 resume los principales elementos de la información pública disponible sobre Claude Mythos y sus implicaciones sobre riesgos operacionales.

Computación cuántica y criptografía

El desarrollo de la computación cuántica plantea implicaciones potencialmente más profundas para la ciberseguridad que la IA, pero es una tecnología en una fase más temprana de desarrollo y cuya evolución está sujeta a más incertidumbre. Aunque su impacto práctico seguiría siendo limitado en el corto plazo, los avances en computación cuántica plantean riesgos significativos para los estándares criptográficos actuales, que sustentan la confidencialidad, integridad y autenticación de las operaciones financieras. La eventual necesidad de migrar hacia criptografía postcuántica implicaría esfuerzos técnicos y organizativos relevantes, que requieren planificación anticipada.

La computación cuántica es un paradigma de cálculo que utiliza propiedades de la mecánica cuántica (una rama de la física) para procesar información, permitiendo resolver

ciertos problemas mucho más rápido que los ordenadores clásicos⁴. Los sistemas criptográficos actuales basan buena parte de su seguridad en la complejidad de determinados problemas matemáticos que son muy difíciles de resolver para los ordenadores convencionales, pero que resultan sustancialmente más sencillos para la computación cuántica. No obstante, estas tecnologías afrontan todavía retos importantes para la extensión de su aplicación práctica, como la eliminación de errores de cómputo, la coherencia de resultados, los elevados costes energéticos y las condiciones físicas extremas para su operación, así como la ausencia de soluciones estándar aplicables a escala.

A pesar de estos retos, en el mes de marzo de este año se publicaron dos artículos⁵ que alertan sobre la probabilidad de que el tiempo que conlleve disponer de una máquina capaz de romper parte de la criptografía actual sea menor de lo que se creía. Estos artículos apuntan a que los recursos cuánticos necesarios para atacar ciertos esquemas de clave pública podrían ser sensiblemente menores de lo estimado hasta ahora⁶. Por tanto, aunque el riesgo sigue sin ser inmediato, pasa a ser más creíble y cercano desde una perspectiva prudencial. Ello requiere la

Esquema 2

Comparativa de desarrollo tecnológico e implicaciones sobre riesgos de la inteligencia artificial y la computación cuántica

	Inteligencia Artificial (IA)	Computación cuántica
Impacto potencial en ciberseguridad	Podría acelerar y automatizar la identificación y explotación de vulnerabilidades. Reduciría el tiempo entre descubrimiento y ataque, pero también mejora defensas.	Riesgo disruptivo para la criptografía actual. Impacto futuro e incierto, concentrado en sistemas que no migren a estándares poscuánticos.
Grado de madurez	Alta en aplicaciones generales. Difusión potencialmente rápida de modelos avanzados con capacidades emergentes en ciberseguridad.	Baja/Media. Avances relevantes en hardware y corrección de errores, pero sin aplicaciones generalizadas fuera de entornos experimentales.
Tiempos para desarrollo adicional	Corto plazo (1-3 años). Usos operativos ya observables y escalables.	Medio largo plazo. Impacto potencial elevado pero con incertidumbre en el horizonte temporal.
Probabilidad de materialización	Alta. Barreras de entrada reducidas, reutilización de infraestructuras existentes y rápida adopción por actores legítimos y maliciosos.	Media baja. Depende de hitos técnicos aún no consolidados y de inversiones sostenidas en el tiempo.

FUENTE: Banco de España.

4 Los progresos en computación cuántica se integran dentro de un conjunto más amplio de avances en tecnologías cuánticas. Otras áreas destacadas dentro de esta línea de investigación incluyen las comunicaciones y criptografía cuánticas, que permitirían potencialmente mayor seguridad en la transmisión de la información y en su cifrado, y los sensores y metrología cuántica, que permitirían una medición física más precisa de múltiples fenómenos que la permitida por las tecnologías actuales.

5 Véase Babbush et al. (2026). "Securing Elliptic Curve Cryptocurrencies against Quantum Vulnerabilities: Resource Estimates and Mitigations". arXiv:2603.28846 y Cain et al. (2026). "Shor's algorithm is possible with as few as 10,000 reconfigurable atomic qubits". arXiv:2603.28627.

6 Los esquemas de clave pública (o criptografía asimétrica) utilizan un par de claves matemáticamente relacionadas: una pública (compartida libremente para cifrar o verificar) y una privada (secreta, para descifrar o firmar).

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD (cont.)

necesidad de conocer bien los inventarios criptográficos, establecer un buen gobierno y fomentar la interrelación con los proveedores de tecnologías de ciberseguridad. El esquema 2 resume las diferencias en la valoración de riesgos operacionales ligados a la IA y a la computación cuántica.

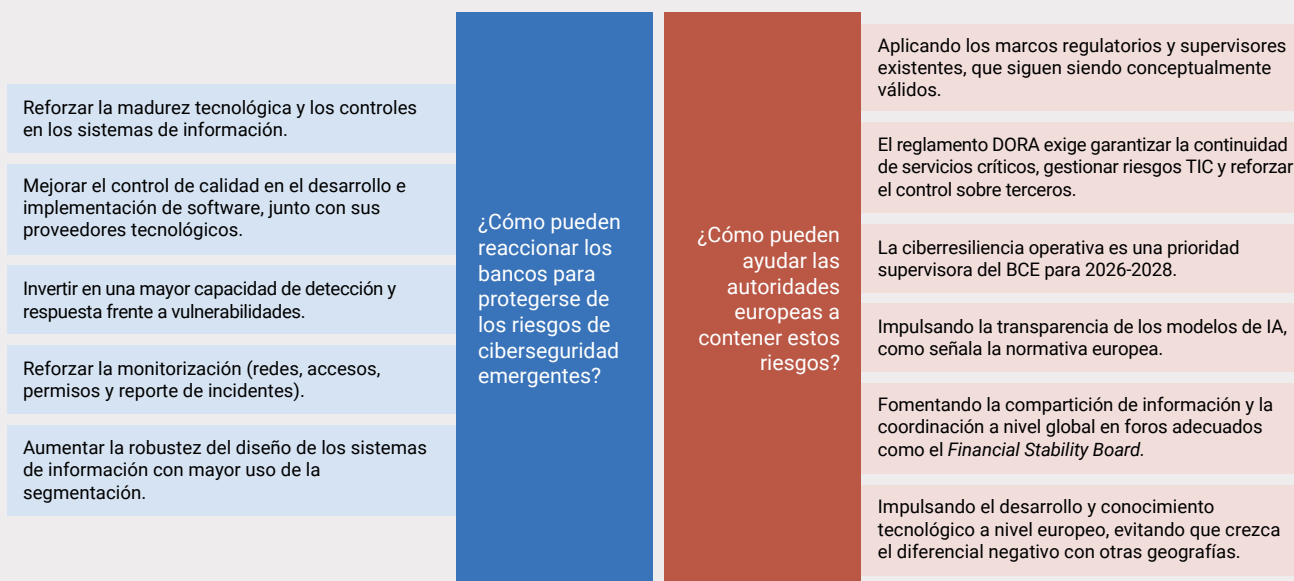
Impactos en la estabilidad financiera más allá de los efectos directos sobre riesgo operacional

Desde una perspectiva de estabilidad financiera, es también relevante el efecto sobre la confianza en el sistema financiero de este tipo de amenazas tecnológicas sobre la ciberseguridad. A nivel de entidades individuales, existe ya alguna evidencia sobre como los ciberataques pueden inducir salidas de fondos (abruptas o progresivas) hacia entidades o inversiones alternativas con una mayor percepción de solidez, incluso aunque esta no sea efectivamente superior⁷.

No obstante, para que estos eventos derivasen en un episodio sistémico de volatilidad en los flujos de fondos y así de tensiones de liquidez, sería necesario que el uso indebido de estos modelos facilitara ataques simultáneos, severos y prolongados en el tiempo sobre varias entidades (o sobre proveedores tecnológicos ampliamente utilizados por el sector financiero), que indujeran desconfianza sobre un conjunto de relevancia sistémica de intermediarios o instrumentos financieros. Estos son escenarios distintos de los de ciberataques aislados, dado que estos últimos difícilmente tendrían implicaciones relevantes para la estabilidad financiera⁸.

Otro canal por el cual esta nueva tecnología puede acabar afectando a la estabilidad financiera es a través de su impacto a medio plazo en la rentabilidad del sistema bancario (y también de otros intermediarios), en el caso de que se asentara un escenario de ciberincidentes severos y recurrentes. Por un lado, las entidades podrían requerir de

Esquema 3
Capacidad de reacción de los bancos y del sistema de supervisión y regulación frente a los riesgos emergentes



FUENTE: Banco de España.

7 Véanse A. Kotidis y S. Schreft. (2025). "The Propagation of Cyberattacks through the Financial System: Evidence from an Actual Event". *Journal of Finance*, 80, pp. 3313-3358, y F. Gogolin, I. Lim y F. Vallascas. (2026). "Cyberattacks on Small Banks and the Impact on Local Banking Markets". *Journal of Money, Credit and Banking*. De próxima publicación. El primer estudio muestra que los ataques a proveedores tecnológicos externos de las entidades bancarias pueden generar disrupciones en los sistemas de pagos y tensiones de liquidez, mientras que el segundo documenta que los ciberataques se asocian con una pérdida de depósitos.

8 Para una discusión más amplia sobre las posibilidades de los ciberataques para derivar en una crisis de estabilidad financiera, véase la sección 5.4 del IEF de primavera de 2025.

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD (cont.)

mayores y más frecuentes inversiones en ciberseguridad para hacer frente a estas nuevas amenazas. Por otro lado, el coste de obtención de fondos podría encarecerse para algunos productos o contrapartes, en línea con el mencionado trasvase entre entidades o instrumentos financieros durante episodios de pérdida de confianza.

Además, por el lado del activo, un aumento sustancial y sostenido de los ciberataques podría acabar afectando a la solvencia de los sectores empresariales más expuestos, con potenciales implicaciones sobre las pérdidas por riesgo de crédito y de mercado de las entidades⁹. En resumen, a través del canal de rentabilidad, los ciberataques pueden reducir la fortaleza del sistema bancario para afrontar cualquier otro tipo de *shocks*.

Capacidad de reacción del sistema bancario y del marco regulatorio y supervisor

La mayor exposición inicial a estos riesgos podría incentivar un refuerzo adicional de la ciberresiliencia de los bancos y la adaptación del marco regulatorio y supervisor, contribuyendo así a sostener la confianza de la sociedad en el sistema bancario en su conjunto¹⁰.

Los escenarios de riesgo planteados por estas tecnologías refuerzan la necesidad de madurez tecnológica y de controles fuertes en los sistemas de información de los bancos. Frente a estas amenazas, este sector podría, en primer lugar, reforzar el control de calidad en el desarrollo e implementación, junto con sus proveedores tecnológicos, de nuevas soluciones de *software* (por ejemplo, testeo más intenso antes de despliegue operativo), limitando las vulnerabilidades a explotar.

Adicionalmente, sería deseable invertir en aumentar la capacidad de respuesta frente a vulnerabilidades, recortando los tiempos necesarios para corregirlas y mejorando la capacidad de detectarlas. El refuerzo de la monitorización de

actividades de red, de los sistemas de permisos y accesos a los sistemas de información, y del reporte de ciberincidentes¹¹, entre otros elementos, contribuirían a este fin. Como se ha mencionado ya, los propios avances en la tecnología de IA también pueden ser útiles para este propósito. Por ejemplo, para identificar vulnerabilidades durante el diseño de los sistemas de información para hacerlos más seguros.

Frente a estos retos tecnológicos, los marcos regulatorios y supervisores existentes siguen siendo conceptualmente válidos, y contienen los controles fundamentales para mitigar el riesgo de estos avances. Por ejemplo, el reglamento DORA (*Digital Operational Resilience Act*, por su denominación en inglés), en vigor desde enero de 2025, establece exigencias clave en materia de políticas de seguridad, pruebas periódicas y gestión de riesgos tecnológicos y frente a terceros, como los proveedores de servicios de Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC).

En el ámbito supervisor, el BCE ya había situado la ciberresiliencia operativa en el centro de sus prioridades supervisoras dentro del Mecanismo Único de Supervisión para el ciclo 2026-2028¹², ampliando además la supervisión directa a proveedores TIC críticos. Este marco se complementa con pruebas avanzadas como el *Threat Led Penetration Testing* (TLPT), orientadas a evaluar la capacidad de las entidades más relevantes para detectar, responder y recuperarse ante ciberataques sofisticados, reforzando así la resiliencia operativa del sistema financiero en su conjunto.

A pesar de todas estas fortalezas, estos marcos fueron diseñados bajo supuestos distintos sobre la velocidad, automatización y escala de los atacantes. El desafío no es crear nuevos regímenes, sino actualizar supuestos, escenarios y prácticas, reforzando pruebas, planes de respuesta y mecanismos de gobernanza que permitan decisiones ágiles en contextos de elevada incertidumbre. Por ejemplo, en las pruebas TLPT se deberá garantizar

9 Véanse R. Jamilow, H. Rey y A. Tahoun. (2025). "The Anatomy of Cyber Risk". NBER Working Papers, 28906. National Bureau of Economic Research, y P. Akey, S. Lewellen, I. Liskovich y C. Schiller. (2026). "Hacking Corporate Reputations". *The Review of Finance*. De próxima publicación. Estos trabajos muestran que una mayor exposición de las empresas a ciberataques estaría asociada con una menor rentabilidad.

10 En particular, la adopción de medidas supervisoras orientadas a garantizar estándares mínimos puede favorecer las inversiones en ciberseguridad por parte de las entidades. Véanse T. Ahnert, M. Brolley, D. Cimon y R. Riordan. (2024). "Cyber Risk and Security Investment", S. Kokas, F. Vallascas y N. Rowe. (2026). "Digitalization in Banking: Evidence from the New York Cybersecurity Regulation", y K. Anand, C. Duley y P. Gai. (2026). "Cybersecurity and Financial Stability". *The Review of Finance*. De próxima publicación.

11 Los ciberincidentes son sucesos que afectan a la confidencialidad, integridad, disponibilidad o autenticidad de sistemas de información, como consecuencia de fallos técnicos, errores humanos o acciones maliciosas.

12 Véase, por ejemplo, BCE. (2026). "Upgrading banks' capacity to deal with digital risks".

IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA DE LA DISRUPCIÓN TECNOLÓGICA EN EL ÁMBITO DE LA CIBERSEGURIDAD (cont.)

que los proveedores de servicios TIC que las ejecutan tienen capacidades técnicas suficientes para emular los ciberataques más sofisticados, incluyendo aquellos que hagan uso de modelos como Claude Mythos.

Paradójicamente, a pesar de la rápida evolución de estos modelos de IA, los estándares de transparencia de los principales proveedores de estas tecnologías, como los modelos de lenguaje de gran tamaño¹³, no están mejorando. El Índice de Transparencia de los Modelos Fundacionales, elaborado por investigadores de las universidades de Stanford, Princeton y MIT, muestra que, de media, los modelos de lenguaje de gran tamaño cumplen menos de la mitad de los requisitos de transparencia. La puntuación global se sitúa en 41 sobre 100 y, de forma notable, ello supone un descenso de 17 puntos con respecto a 2024, lo que devuelve los niveles de transparencia a los observados en 2023¹⁴. Este es un resultado claramente subóptimo que muestra la necesidad de avanzar en este terreno. La transparencia es uno de los elementos fundamentales del reglamento europeo de IA, por lo que, en este sentido, el retraso en su implementación no está ayudando a mejorar en este ámbito.

Conclusiones

Conviene evitar lecturas alarmistas sobre el potencial impacto de los ciberriesgos sobre la estabilidad financiera. No existen evidencias de una amenaza sistémica inmediata, ya sea derivada de modelos de IA como Mythos o de los avances de la computación cuántica. Sin embargo, la experiencia demuestra que los avances tecnológicos tienden a difundirse con rapidez. Esto abre una ventana limitada para la preparación frente a ciberriesgos, durante la cual resulta clave reforzar capacidades técnicas, mejorar la coordinación entre entidades, supervisores y proveedores tecnológicos, e invertir en talento especializado. En esta fase de preparación, la coordinación internacional resulta fundamental para aumentar la resiliencia a nivel global y evitar que ataques que inicialmente afecten a los agentes menos preparados se difundan a través de interconexiones.

En última instancia, en un entorno de disrupción tecnológica acelerada, la ciberresiliencia del sistema financiero dependerá especialmente de la velocidad de detección, remediación y coordinación, así como de la solidez de la gobernanza y de la anticipación de riesgos emergentes.

13 Los modelos de lenguaje de gran tamaño basados en inteligencia artificial son entrenados con grandes volúmenes de texto, que les permiten comprender y generar lenguaje natural.

14 Véase, por ejemplo, [Foundational Model Transparency Index](#).

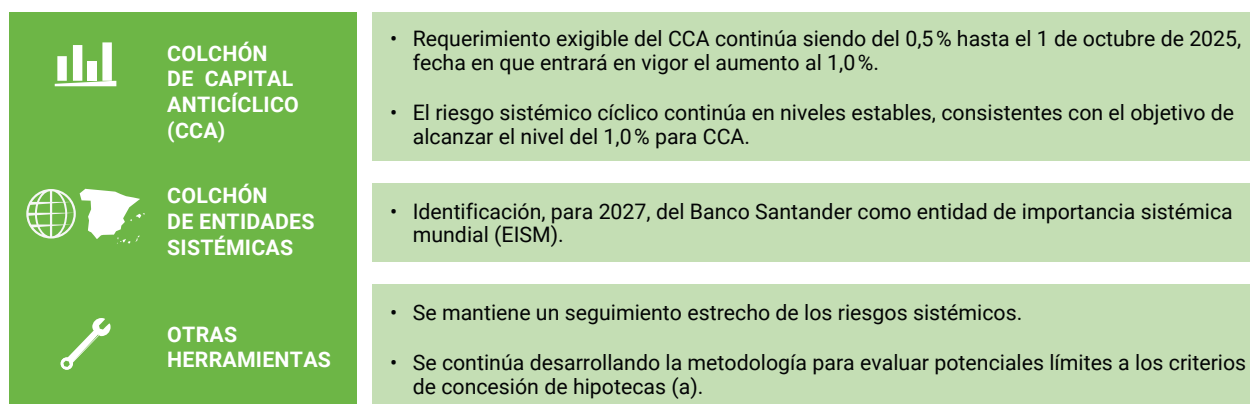
6

POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

6 POLÍTICA MACROPRUDENCIAL

Esquema 6.1

Política macroprudencial



FUENTE: Banco de España.

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

6.1 Colchón de capital anticíclico

Los riesgos sistémicos cíclicos en España se mantenían en un nivel intermedio a cierre de 2025. En su conjunto, los indicadores fundamentales del marco de seguimiento del colchón de capital anticíclico (CCA) del Banco de España experimentaron un pequeño descenso entre el pasado mes de junio y diciembre de 2025 (véase gráfico 6.1.a). De esta manera, los cuatro subcomponentes principales de estos indicadores se situaban en un nivel intermedio al final del año pasado (véase gráfico 6.1.b)¹.

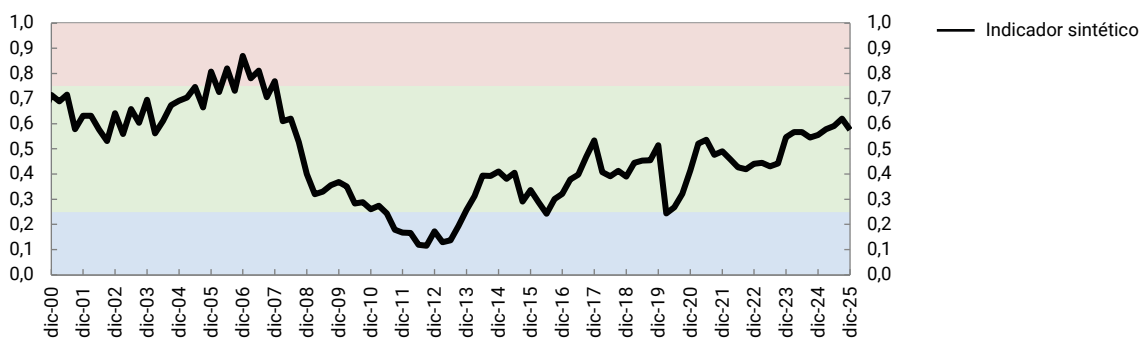
El ciclo económico dio señales de estabilización en la parte final de 2025, mientras que el de crédito continuó desplazándose hacia niveles más altos. La brecha de producción —uno de los principales indicadores del subcomponente macroeconómico del marco de seguimiento— se mantuvo en un nivel positivo, pero ya sin señales de tendencia ascendente en la segunda mitad de 2025. La brecha de crédito-PIB —integrada dentro del componente macrofinanciero— continuaba presentando una tendencia ascendente, pero se situaba todavía en niveles negativos (véase gráfico 6.1.c). La brecha de crédito bancario-PIB mostraba también tendencia al alza y se situaba ya en terreno positivo.

1 Los indicadores fundamentales se clasifican en cuatro dimensiones: i) macroeconómica, ii) macrofinanciera, iii) de mercados financieros españoles y iv) de situación del sistema bancario. El indicador sintético fundamental agrega todos ellos. Véase «Revisión del marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) en España», nota informativa del 1 de octubre de 2024, para más detalles.

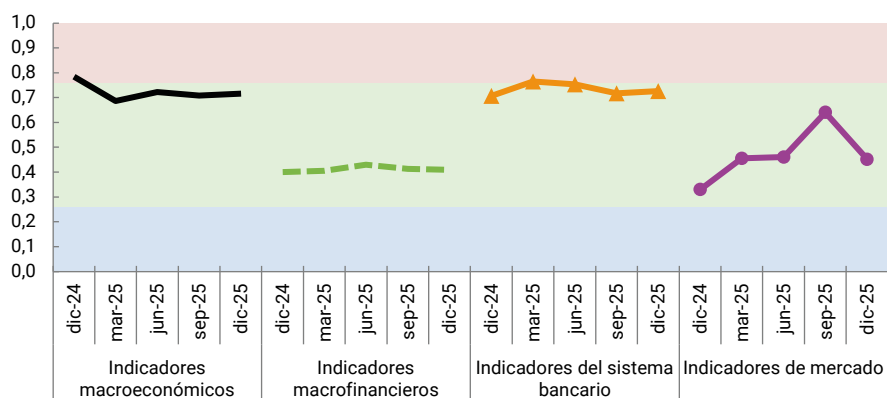
Gráfico 6.1

Los indicadores de riesgos sistémicos cíclicos en España se moderaron ligeramente en el segundo semestre de 2025. La brecha de producción se mantuvo estable en un nivel positivo y la brecha de crédito-PIB continuó su ascenso

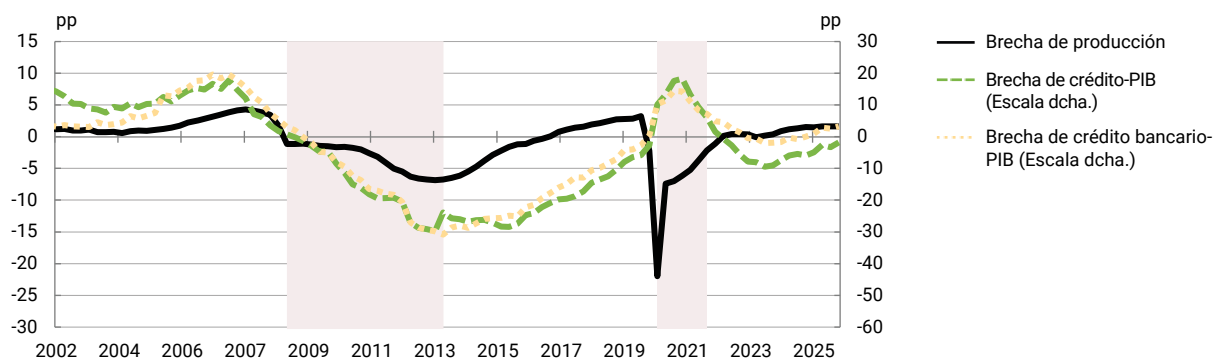
6.1.a Indicador sintético global (a)



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



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



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

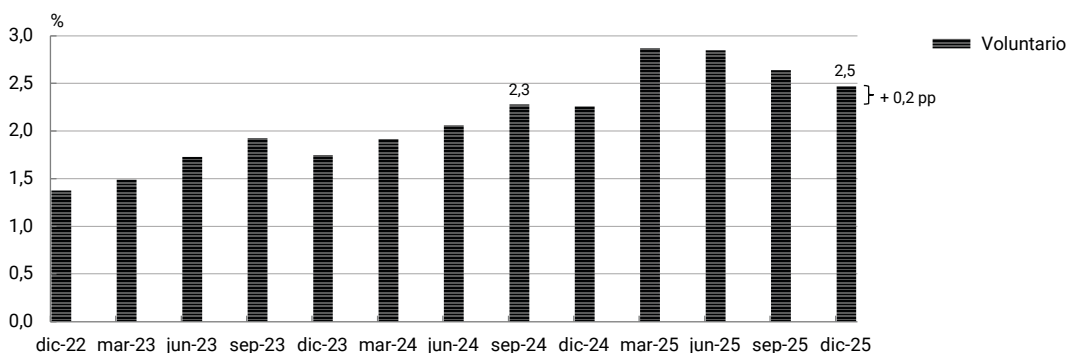
- a Los indicadores están definidos entre 0 y 1 en función del percentil en que se sitúan distintas métricas con respecto a su distribución histórica. El rango de color azul-verde-rojo corresponde con una señal de nivel bajo-estándar-elevado de los riesgos sistémicos cíclicos.
- b Véase la nota A2.6.1.1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



Gráfico 6.2

Los colchones de capital voluntarios se situaban al cierre de 2025 en niveles similares a los vigentes antes de la fijación del colchón de capital anticíclico en el 0,5 % en octubre de 2024

6.2.a Evolución de los colchones de capital voluntarios de las entidades españolas (a)



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

a Se muestran los valores a septiembre de 2024, antes del anuncio del incremento del CCA del 0,5 % (publicado el 1 de octubre de 2024 y vinculante a partir del 1 de octubre de 2025), y a diciembre de 2025. El colchón voluntario se calcula como el nivel de capital CET1 menos los requerimientos prudenciales y guía de pilar 2, teniendo también en cuenta los requerimientos de ratio de apalancamiento y MREL.

La posición estable de los riesgos sistémicos cíclicos en un nivel intermedio apoya el aumento del CCA hasta el 1 %. La activación del CCA a este nivel fue aprobada el 1 de octubre de 2025, y será vinculante a partir del 1 de octubre de 2026². Hasta esa fecha, el nivel exigido es del 0,5 %³. Esta senda de requerimientos del CCA es consistente con la metodología publicada para su determinación por el Banco de España y con las comunicaciones previas al respecto desde 2024⁴. Las entidades disponen de colchones voluntarios de capital muy superiores al aumento de 50 puntos básicos exigido⁵, lo que junto con el plazo de 12 meses desde la activación hasta que el requisito se hace exigible, facilita su gestión de capital ante el nuevo requerimiento (véase gráfico 6.2).

El avance de la información disponible para 2026 no anticipa un cambio de la posición intermedia de los riesgos sistémicos cíclicos en España. Si bien a fecha de cierre de datos de este informe no se dispone una actualización completa del cuadro de indicadores de seguimiento del CCA para los primeros cuatro meses del año, los crecimientos en la actividad (avance de PIB⁶, cotizaciones de la Seguridad Social, etc), en el crédito (véase sección 3.1.4) y en el mercado de la vivienda (véase sección 4.2) indican la conveniencia de mantener la

2 Véase "El Banco de España aprueba incrementar el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) hasta el 1,0 %", nota de prensa de 1 de octubre de 2025.

3 El requerimiento del 0,5 % fue establecido en octubre de 2024 y es vinculante desde el 1 de octubre de 2025. Véase "El Banco de España aprueba el nuevo marco para la fijación del colchón de capital anticíclico y establece en 0,5 % su porcentaje para el cuarto trimestre", nota de prensa del 1 de octubre de 2024.

4 Véase la citada nota informativa, «Revisión del marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) en España», y, el conjunto de comunicaciones previas en las sección del sitio web del Banco de España sobre el CCA.

5 El CCA determinado por el Banco de España se aplica sobre las exposiciones en España. Un requerimiento del 0,5 % sobre las exposiciones en España corresponde aproximadamente al 0,25 % de las exposiciones totales a nivel consolidado.

6 Véase INE. Contabilidad Nacional Trimestral. Primer trimestre 2026. Avance.

decisión de refuerzo de este colchón liberable. En cualquier caso, el Banco de España mantiene una monitorización atenta para incorporar nueva información conforme se hace disponible, algo particularmente importante en el entorno de incertidumbre asociado a la situación de conflicto en Oriente Medio.

6.2 Colchones de capital de entidades sistémicas

En diciembre de 2025, el Banco de España anunció la designación del Banco Santander, SA como entidad de importancia sistémica mundial (EISM) en 2027⁷. La identificación, un año más, de esta entidad como EISM lleva aparejado el mantenimiento del requerimiento de un colchón macroprudencial de capital de 1 % de CET1⁸. El colchón de EISM, que contribuye a reforzar la capacidad de absorción de pérdidas de la entidad, tiene por objetivo mitigar los efectos sistémicos adversos que entidades de esta naturaleza –por su tamaño, nivel de interconexiones, complejidad, actividad transfronteriza y la dificultad de sustituir algunos de los servicios prestados– pudieran eventualmente ocasionar al sistema financiero global en caso de experimentar dificultades. Para Banco Santander SA, el colchón de capital efectivo exigible en 2027 como entidad de importancia sistémica será, de conformidad con la regulación vigente, el mayor entre: i) el colchón EISM y ii) el colchón para otras entidades de importancia sistémica (OEIS), que será fijado por el Banco de España a lo largo de 2026⁹.

6.3 Otras herramientas macroprudenciales

El Banco de España ha continuado trabajando en el análisis de los posibles efectos de la introducción de límites sobre las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios. Como se ha indicado en anteriores IEF, el Banco de España tiene la capacidad de establecer límites sobre los estándares crediticios que aplican los bancos¹⁰. La mayoría de los países europeos han activado alguna medida de este tipo y diferentes autoridades internacionales, como la Junta Europea de Riesgo Sistémico o el Fondo Monetario Internacional, han recomendado al Banco de España considerar su introducción para prevenir la acumulación de riesgos en el sector inmobiliario¹¹.

Este tipo de medidas presenta tanto beneficios para la estabilidad financiera como costes asociados a las restricciones que imponen sobre las decisiones individuales de los hogares.

⁷ Véase la [nota de prensa](#) publicada por el Banco de España el 5 de diciembre de 2025.

⁸ Esta medida del Banco de España es una actuación macroprudencial prevista en la normativa vigente española y de la Unión Europea, con la que se formaliza la designación previa de esta entidad como banco de importancia sistémica global por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Véase ["2025 List of Global Systemically Important Banks \(G-SIBs\)"](#), comunicado del FSB del 27 de noviembre de 2025.

⁹ En 2026, Banco Santander afronta un requerimiento del 1 % como EISM y del 1,25 % como OEIS, con lo que, de acuerdo con esta regla, el requerimiento actual efectivamente vigente como entidad sistémica es del 1,25 %.

¹⁰ Véase la [Circular 5/2021, de 22 de diciembre](#).

¹¹ Véase Fondo Monetario Internacional (2026). ["Spain: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission"](#), 20 de marzo.

En el caso de estas políticas, su evaluación es especialmente compleja por el hecho de que los costes y beneficios varían entre los distintos grupos de población. Por tanto, resulta esencial comprender bien sus efectos y analizar qué calibraciones de los límites llevarían a que el balance agregado de beneficios y costes resulte favorable a la adopción de estas medidas. Para ello, como ya se discutió en el IEF previo¹², el Banco de España está desarrollando una agenda analítica intensa que incluye diversos tipos de modelos, tanto empíricos como teóricos.

El análisis de los costes y beneficios de los límites sobre las condiciones de concesión de préstamos se puede interpretar en términos de la eficacia y la eficiencia de estas medidas.

Por lo que respecta a la eficacia, se trata de evaluar en qué medida este tipo de políticas consigue el objetivo de reforzar la estabilidad financiera a través de la mejora de la calidad de la cartera crediticia de los bancos y de la posición financiera de los hogares, así como de un entorno macrofinanciero más estable. Entre otros aspectos, esto se puede evaluar analizando la reducción del riesgo de impago en el crédito hipotecario. No obstante, una mejora de esta métrica puede conseguirse de forma poco eficiente si implica costes elevados derivados de restringir excesivamente la capacidad de elección de los hogares. Es decir, la utilidad de la medida podría verse mermada si esta produce distorsiones importantes en decisiones como el acceso a la vivienda en propiedad o las sendas de consumo y ahorro a lo largo del ciclo vital de los hogares, o efectos colaterales en variables como los precios del alquiler.

Respecto a la eficacia de las medidas, los trabajos analíticos en desarrollo identifican beneficios relevantes en términos de una mayor resiliencia de los hogares ante eventos adversos.

Los límites a los criterios de concesión generan beneficios directos al reducir el endeudamiento de los hogares. Dicha reducción disminuye su vulnerabilidad ante cambios abruptos en las condiciones financieras y económicas, lo que se traduce en un menor riesgo de crédito.

Los límites a las condiciones de concesión de hipotecas pueden ser especialmente útiles para mitigar el aumento de los impagos debidos a fluctuaciones cíclicas marcadas.

En fases expansivas, la evidencia histórica apunta a una mayor relajación de las condiciones de concesión por parte de los bancos. Los efectos de imponer límites se amplificarían así notablemente, reduciendo la probabilidad de impago en mayor medida¹³. Además, los estudios teóricos disponibles coinciden en que estas medidas contribuyen a suavizar los ciclos financieros, favoreciendo sendas más estables en el crecimiento del crédito, de los precios de la vivienda y de la actividad económica¹⁴.

En cuanto a la eficiencia de las medidas, los estudios en curso encuentran heterogeneidad en los efectos sobre el mercado inmobiliario y el consumo de los hogares.

Los límites a los criterios de concesión conllevan costes en términos de acceso al crédito hipotecario, que deben

¹² Véase la [sección 6.3](#) del IEF de otoño de 2025.

¹³ Véase [Recuadro 1.3](#), Informe de Estabilidad Financiera, Otoño 2019, Banco de España, y Galán, J.E. y M. Lamas (2025). *"Beyond the LTV ratio: lending standards, regulatory arbitrage and mortgage default"*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 57, 107-150.

¹⁴ Véase Adrián Carro. (2023). *"Taming the housing roller coaster: The impact of macroprudential policy on the house price cycle"*. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 156(104753).

Los límites a los criterios de concesión reducirían la tasa de propiedad de vivienda y relajarían precios de compra, pero presionarían los de alquiler

6.2.a Efectos de largo plazo de límites a los criterios de concesión del crédito hipotecario sobre la tasa de propiedad y los precios de compra y alquiler de vivienda



FUENTE: Banco de España.

considerarse en una evaluación conjunta de beneficios y costes. Los estudios en marcha analizan también su impacto sobre la tasa de propiedad, los precios de compra y alquiler de vivienda, el consumo y el bienestar de los hogares, distinguiendo entre efectos de corto y largo plazo.

Los resultados preliminares apuntan a que la activación de estas medidas desplazaría parte del mercado de la vivienda de la compra al alquiler. Así, se observarían descensos en el largo plazo de la tasa de propiedad. Este efecto, derivado de una menor concesión de crédito, se vería parcialmente mitigado por reducciones en los precios de la vivienda en propiedad, asociadas al descenso del crédito hipotecario y la consiguiente menor demanda de vivienda en propiedad (véase esquema 6.2). No obstante, el menor acceso a la propiedad desplazaría la demanda hacia el alquiler. Cabe anotar que estos impactos corresponden a efectos agregados de largo plazo, siendo notablemente menores en el corto plazo. Adicionalmente, es importante enfatizar que los resultados están condicionados por los supuestos del modelo considerado¹⁵.

Los impactos de estas medidas son heterogéneos por grupos de prestatarios, y podrían afectar a su senda de consumo e inversión a lo largo de su vida. En particular, se estima que los hogares más jóvenes, como consecuencia del menor acceso a crédito hipotecario, reducirían su consumo, trasladando esos recursos hacia el ahorro y posponiendo la decisión de compra de vivienda. Sin embargo, una vez se logra acceder a ella a edades más avanzadas, el consumo de los hogares aumentaría respecto al escenario sin medidas (véase esquema 6.3). Esta mejora refleja un menor endeudamiento respecto a la renta de los prestatarios, y de forma

¹⁵ En particular, en el modelo los hogares inversores en vivienda reaccionan al alza de precios del alquiler trasladando oferta desde el mercado de vivienda en propiedad al alquiler. No obstante, debido a sus recursos limitados, no son capaces de trasladar toda la vivienda disponible debido a la caída de las compras por parte de los hogares restringidos. En la práctica, el aumento de los precios del alquiler podría atraer también a inversores institucionales, con mayor capacidad de compra, aumentando la oferta en alquiler y moderando los precios. Por ello, se están analizando otros modelos con el objetivo de obtener una valoración más completa bajo distintos supuestos plausibles sobre el comportamiento de la economía.

Los límites a la capacidad de endeudamiento hipotecario tienen efectos opuestos a lo largo del ciclo vital de los hogares, concentrándose los beneficios en edades medianas y avanzadas

6.3.a Impacto de los límites a los criterios de concesión sobre el ahorro, consumo, deuda hipotecaria y precios de compra y alquiler, en función de la edad de los hogares (a)

JÓVENES		EDADES MEDIANAS Y AVANZADAS	
Consumo	↓	Consumo	↑
Ahorro	↑	Deuda y gastos hipotecarios	↓
Gastos de alquiler	↑	Precio de compra de la vivienda	↓

FUENTE: Banco de España

a En los análisis realizados, se ha definido como jóvenes a los menores de 35 años y como edades medianas y avanzadas a los mayores de esa edad.

relacionada una menor carga financiera, así como la caída de precios de la vivienda comentada en el párrafo previo.

No obstante, hay que tener en cuenta que el diseño de estas medidas permite flexibilidad, mitigando posibles efectos redistributivos como los ya discutidos referentes a los grupos de edad. Por ejemplo, sería posible imponer límites menos restrictivos o excepciones a ciertos colectivos de hogares, lo que mitigaría los impactos más negativos por grupos de población especialmente vulnerables y permitiría potencialmente una implementación más eficiente.

Un análisis suficientemente preciso y robusto de los beneficios y costes de potenciales límites a las condiciones de concesión de préstamos hipotecarios requiere continuar desarrollando el marco metodológico para su evaluación. De acuerdo con lo detallado en esta sección, su activación puede tener diferentes repercusiones en múltiples dimensiones, que son además heterogéneas por grupos de población. Teniendo todo lo anterior en cuenta y la situación actual de riesgos contenidos en el mercado inmobiliario en España (véase sección 4.1), el Banco de España mantiene el foco en los desarrollos metodológicos orientados a la adecuada calibración de estas medidas ante una eventual activación.

Anejo 1 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS CONSOLIDADOS

Cuadro A1.1

Balance consolidado. Entidades de depósito

Activo	Dic-25 (m€)	Var. dic-25/dic-24 (%)	Peso AT dic-24 (%)	Peso AT dic-25 (%)
Caja y bancos centrales	365.673	-11,3	9,6	8,1
Entidades de crédito	345.327	6,9	7,5	7,7
Crédito a las Administraciones Públicas	121.302	13,8	2,5	2,7
Crédito al sector privado	2.443.504	2,0	55,7	54,3
Valores de renta fija	711.260	8,5	15,3	15,8
Otros instrumentos de capital	53.538	25,0	1,0	1,2
Participaciones	20.446	-1,2	0,5	0,5
Derivados	120.596	-10,6	3,1	2,7
Activo material	51.087	-10,1	1,3	1,1
Resto del activo	269.473	79,3	3,5	6,0
TOTAL ACTIVO	4.502.207	4,7	100,0	100,0
<i>PRO MEMORIA</i>				
Financiación al sector privado	2.513.635	2,0	57,3	55,8
Financiación a las Administraciones Públicas	711.870	10,0	15,1	15,8
Activos dudosos totales	76.904	-5,6	1,9	1,7
Ratio de morosidad total	2,0	-19 (b)		
<i>Pasivo y patrimonio neto</i>				
Pasivo y patrimonio neto	Dic-25 (m€)	Var. dic-25/dic-24 (%)	Peso AT dic-24 (%)	Peso AT dic-25 (%)
Depósitos de bancos centrales	55.542	-7,1	1,4	
Depósitos de entidades de crédito	342.579	4,0	7,7	7,6
Depósitos de las Administraciones Públicas	222.728	26,8	4,1	4,9
Depósitos del sector privado	2.627.067	0,9	60,6	58,4
Valores negociables y financiación subordinada	520.203	0,1	12,1	11,6
Derivados	106.551	-10,9	2,8	2,4
Provisiones (incluye pensiones)	20.561	-4,8	0,5	0,5
Resto del pasivo	308.189	67,8	4,3	6,8
TOTAL PASIVO	4.203.421	4,7	93,4	93,4
<i>PRO MEMORIA</i>				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	9	-91,3	0,0	0,0
Fondos propios	341.216	4,3	7,6	7,6
Intereses minoritarios	14.054	7,2	0,3	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-56.484	4,0	-1,3	-1,3
TOTAL PATRIMONIO NETO	298.786	4,5	6,6	6,6
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.502.207	4,7	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

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

b Diferencia calculada en puntos básicos.

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

	dic-25		dic-24	dic-25
	m€	% var. dic-25/dic-24	% ATM	% ATM
Productos financieros	210.985	-10,4	5,57	4,79
Costes financieros	112.856	-13,9	3,10	2,56
Margen de intereses	98.130	-6,0 (-1,9)	2,47	2,23
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.396	2,6	0,03	0,03
Margen de intermediación	99.525	-5,9 (-1,9)	2,50	2,26
Comisiones netas	34.687	3,2 (5,6)	0,79	0,79
Resultado de operaciones financieras	5.521	-19,7 (-18,4)	0,16	0,13
Otros resultados de explotación (neto)	-1.226	—	-0,11	-0,03
Margen bruto	138.508	-2,1 (1,4)	3,35	3,15
Gastos de explotación	61.581	-2,0 (1,0)	1,49	1,40
Margen de explotación	76.927	-2,2 (1,8)	1,86	1,75
Pérdidas por deterioros financieros	21.647	0,8 (2,6)	0,51	0,49
Otras dotaciones a provisiones (neto)	4.058	-28,0	0,13	0,09
Otros resultados (neto)	6.455	119,7	0,07	0,15
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	57.677	5,8	1,29	1,31
Resultado neto	41.931	6,3	0,93	0,95
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	39.904	5,8	0,89	0,91

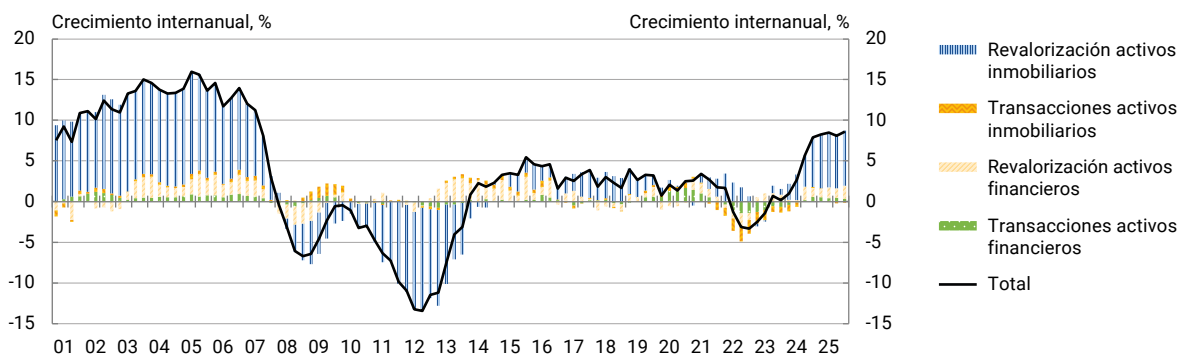
FUENTE: Banco de España.

- a En junio de 2025 una entidad significativa anunció el acuerdo de venta de una filial en el extranjero, y en septiembre de 2025 otra entidad significativa hizo lo mismo. Así, de conformidad con los requerimientos establecidos por la NIIF 5, las entidades han clasificado los negocios afectados por esas operaciones de venta como «activos/pasivos no corrientes mantenidos para la venta» y sus resultados se han registrado en una única línea del estado de resultados consolidado («resultados de operaciones interrumpidas (neto)'), quedando así excluidos, línea a línea, del desglose de las operaciones continuadas de la cuenta de resultados. A efectos analíticos, para las principales variables para las que se dispone de información, se ha incluido entre paréntesis en la segunda columna, la variación interanual tras añadir en los importes de diciembre de 2025 los importes procedentes de las actividades de estas filiales en 2025.

A2.2.1 Los hogares

Gráfico A2.2.1.1

Riqueza real bruta de los hogares en España (a)

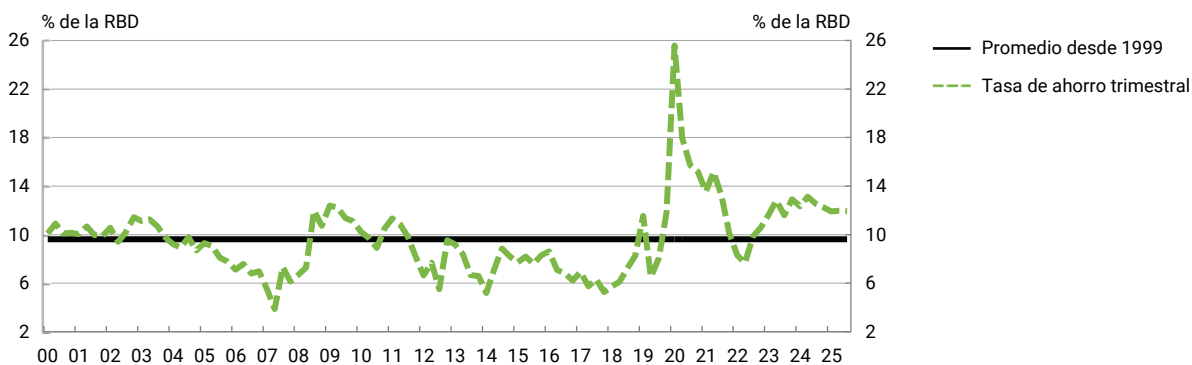


FUENTES: INE y Banco de España. Última observación: cuarto trimestre de 2025.

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

Gráfico A2.2.1.2

Tasa de ahorro de los hogares en España (a)

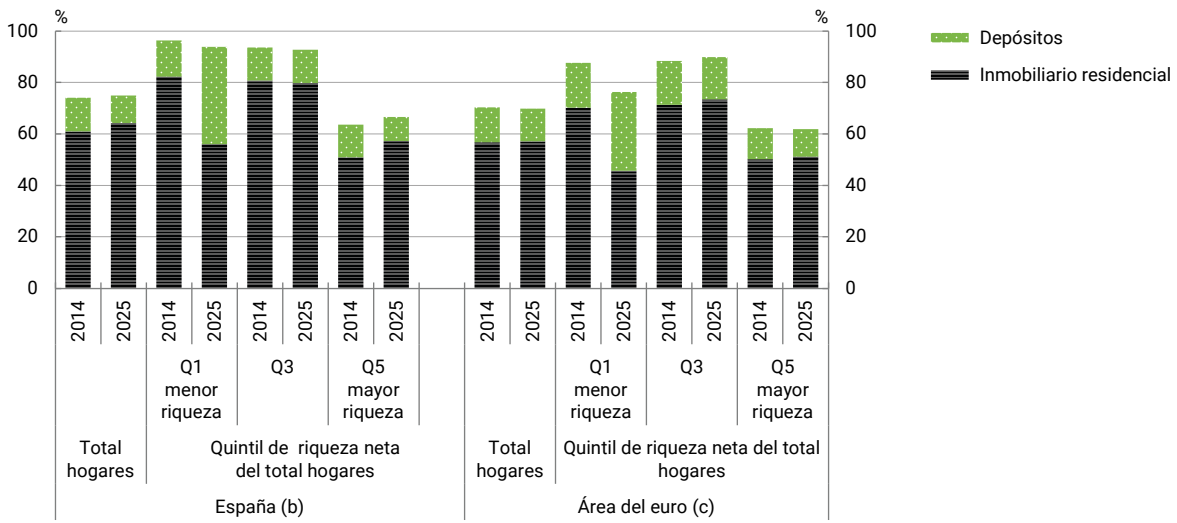


FUENTES: INE y Banco de España. Última observación cuarto trimestre de 2025.

a Datos trimestrales desestacionalizados.

Gráfico A2.2.1.3

Peso de los depósitos y de los activos inmobiliarios residenciales en la riqueza de los hogares. España y área del euro (a)

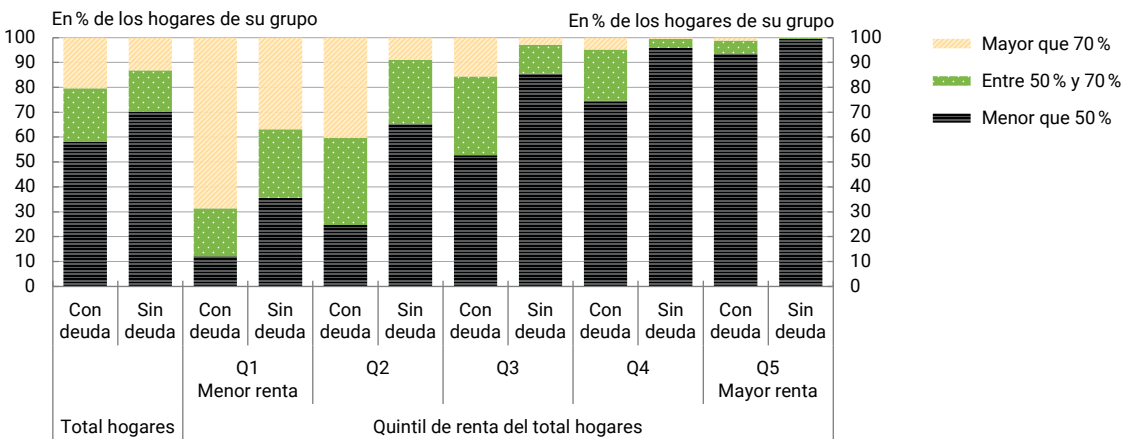


FUENTES: BCE y Banco de España. Última observación: tercer trimestre de 2025.

a, b, c Véase la nota A2.2.1.6 del anejo 2.

Gráfico A2.2.1.4

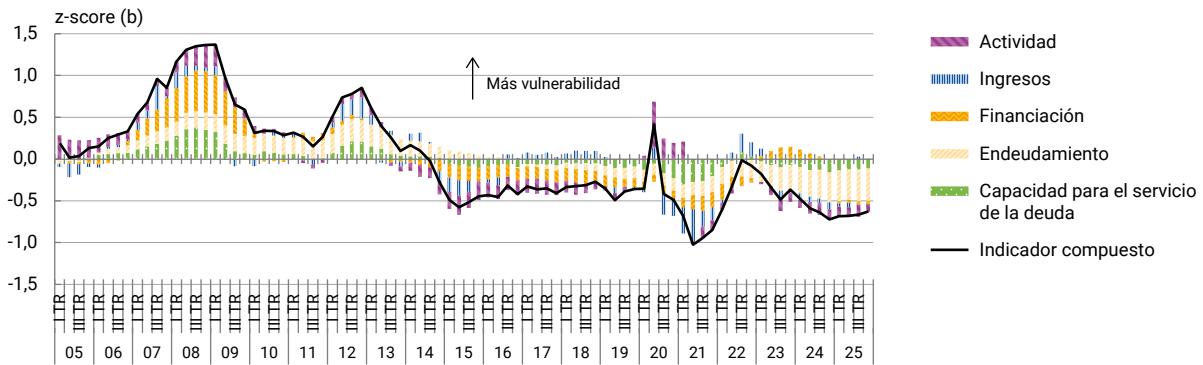
Hogares por rango de la ratio de gasto esencial sobre renta bruta. Desglose por condición de endeudamiento y quintil de renta. Promedio 2014-2024 (a)



FUENTE: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias). Último dato observado: 2024.

a Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, alimentación, suministros de la vivienda y alquiler de la vivienda principal.

Indicador compuesto de vulnerabilidad financiera agregada de los hogares (a)



FUENTES: Comisión Europea, INE y Banco de España.

- a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 al IV TR 2025). Los sub-componentes del índice se definen como: i) Actividad laboral: se calcula a partir de la tasa de participación laboral y de las expectativas de desempleo; ii) Ingresos: se calcula a partir del crecimiento de la renta real de los hogares y de la ratio de renta sobre el PIB; iii) Financiación: se calcula a partir del tipo de interés del saldo vivo de los préstamos bancarios de los hogares y una medida del impulso crediticio calculado como la variación anual de la ratio del flujo neto de crédito sobre el PIB. El impulso crediticio estaría recogiendo el impacto positivo que tienen los flujos de financiación al sector privado no financiero sobre la actividad económica, por lo que un valor positivo contribuye a reducir la vulnerabilidad; iv) Endeudamiento: se calcula a partir de las ratios de deuda bruta sobre renta y sobre activos totales de los hogares, y v) Capacidad de hacer frente al servicio de la deuda: se calcula a partir de la ratio de pagos de intereses brutos sobre la renta, la tasa de ahorro y las expectativas de los consumidores sobre su situación financiera en los próximos 12 meses. Para más detalles de la composición del indicador, véase el recuadro 2 del Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas del segundo semestre de 2024.
- b En cada fecha, el z-score muestra el número de desviaciones típicas (al alza o a la baja) del indicador sobre la media de todo el período 2005 - IV TR 2025.

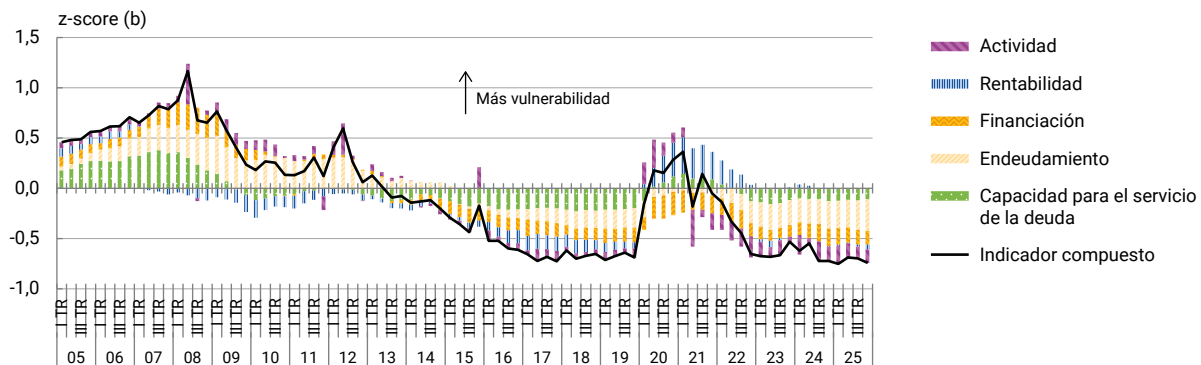
Nota A2.2.1.6 (Referida al cuadro 2.1 de la sección 2.1 y al gráfico A2.2.1.3 del anejo 2)

- a La información proviene de las cuentas distributivas de la riqueza de los hogares (DWA, por sus siglas en inglés), que combinan microdatos de encuestas y los datos macroeconómicos de la Contabilidad Nacional para analizar cómo se reparten la riqueza y las deudas entre distintos grupos de población, según su nivel de riqueza neta. Se recoge alrededor del 85 % de la riqueza financiera (dinero en efectivo, deudas pendientes de cobro, planes de pensiones y otros seguros no están incluidos en la estadística) y del 95 % de la riqueza inmobiliaria de los hogares según las cuentas financieras. Los datos de 2014 corresponden al cierre del año, mientras que el de 2025 corresponde al cierre del tercer trimestre.
- b En el tercer trimestre de 2025, el primer quintil (20 % de hogares con menor riqueza neta) concentró el 0,3 % de la riqueza neta total; los quintiles 2, 3 y 4 concentraron el 4 %, 9 % y 17 % de la riqueza neta total, respectivamente; finalmente, el último quintil concentró el 69 % de la riqueza neta total.
- c En el tercer trimestre de 2025, la riqueza neta del primer quintil (20 % de hogares con menor riqueza neta) fue ligeramente negativa; los quintiles 2, 3 y 4 concentraron el 2 %, 8 % y 17 % de la riqueza neta total, respectivamente; finalmente, el último quintil concentró el 73 % de la riqueza neta total.
- d Solo incluye préstamos (no incluye la deuda comercial de los empresarios individuales).

A2.2.2 Las empresas no financieras

Gráfico A2.2.2.1

Indicador compuesto de vulnerabilidad de las empresas (a)



FUENTES: Comisión Europea, INE y Banco de España.

- a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 al IV TR 2025). Los sub-componentes del índice se definen como: i) Actividad empresarial: se calcula a partir del crecimiento de las ventas, la ratio de proveedores comerciales y la variación de la rotación de las cuentas a cobrar; ii) Rentabilidad: se calcula a partir de la rentabilidad sobre activos, el margen de beneficios y la ratio del valor de mercado sobre el valor contable; iii) Financiación: se calcula a partir de la proporción de deuda a corto plazo respecto a la deuda a largo plazo, la ratio de activos financieros corrientes sobre pasivos corrientes, el coste total de la financiación de la deuda y una medida del impulso crediticio calculado como la variación anual de la ratio del flujo neto de crédito sobre el PIB. El impulso crediticio estaría recogiendo el impacto positivo que tienen los flujos de financiación al sector privado no financiero sobre la actividad económica, por lo que un valor positivo contribuye a reducir la vulnerabilidad; iv) Endeudamiento: se calcula a partir de la ratio de deuda sobre el capital, la ratio de deuda neta sobre el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, y la ratio de deuda bruta sobre ingresos brutos y v) Capacidad de hacer frente al servicio de la deuda: se calcula a partir de la ratio de cobertura de intereses, el ahorro y la generación de ingresos empresariales. Para más detalles sobre la composición del indicador, véase Sándor Gardó, Benjamin Klaus, Mika Tujula y Jonas Wendelborned (2020). *Box 1. Assessing corporate vulnerabilities in the euro area*. Financial Stability Review, BCE.
- b En cada fecha, el z-score muestra el número de desviaciones típicas (al alza o a la baja) del indicador sobre la media de todo el período 2005 - IV TR 2025.

A2.2.3 Las administraciones públicas en España

A2.3.1 Sector bancario

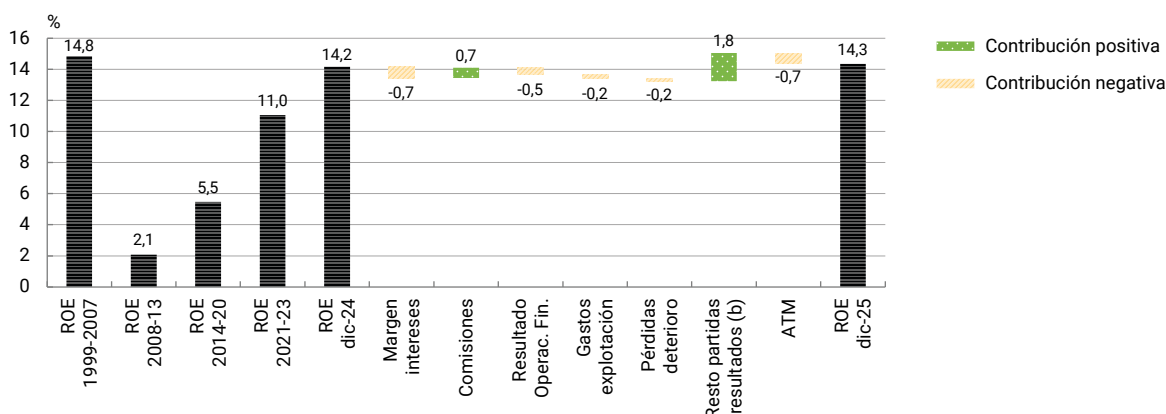
A2.3.1.1 Rentabilidad

Nota A2.3.1.1.1 (Referida al gráfico 3.1 de la sección 3.1.1)

- a El color verde (amarillo) de las barras indica una contribución positiva (negativa) de la partida correspondiente a la variación de la rentabilidad sobre activo total medio de diciembre de 2025 respecto a diciembre de 2024. Las medias de los períodos previos (1999 a 2023) se calculan como la media del ROA anual de cada período. Los datos de cada una de las diferentes partidas de beneficio incluyen en diciembre de 2025 los importes de los negocios afectados por la venta de dos filiales en el extranjero por parte de dos entidades significativas (no se agrupan en una única partida de resultados de operaciones discontinuadas), por lo que la comparación de componentes del ROA no se ve distorsionada entre ambos períodos.
- b Incluye, entre otras partidas, ingresos por dividendos, resultados integrados mediante método de participación, otros resultados de explotación, gastos por provisiones (distintas de las asociadas a pérdidas por deterioro), impuestos y otros resultados.

Gráfico A2.3.1.1.2

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

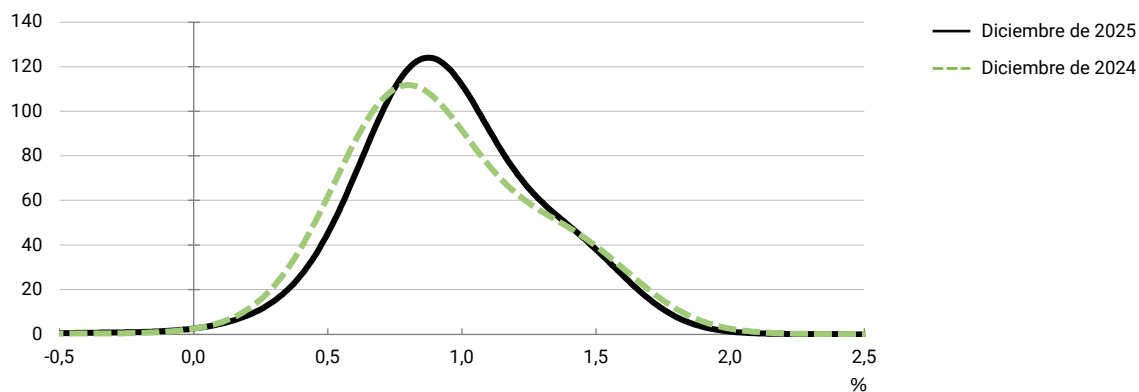


FUENTES: Banco de España e informes financieros públicos. Última observación: diciembre de 2025.

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

Gráfico A2.3.1.1.3

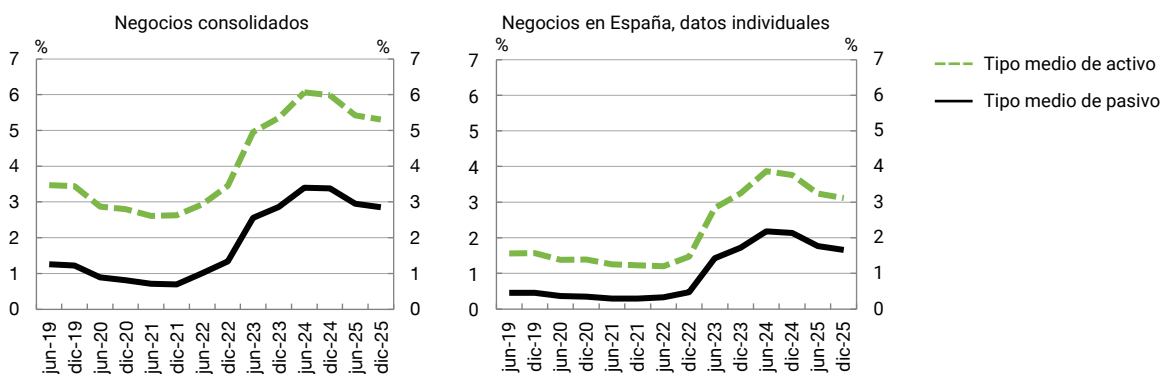
Distribución por entidades de la rentabilidad sobre activo. Datos consolidados (a)



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

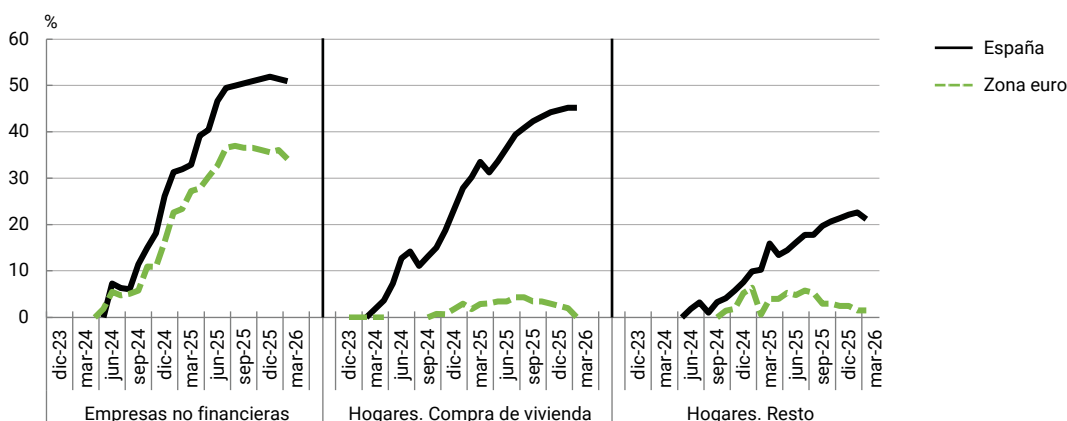
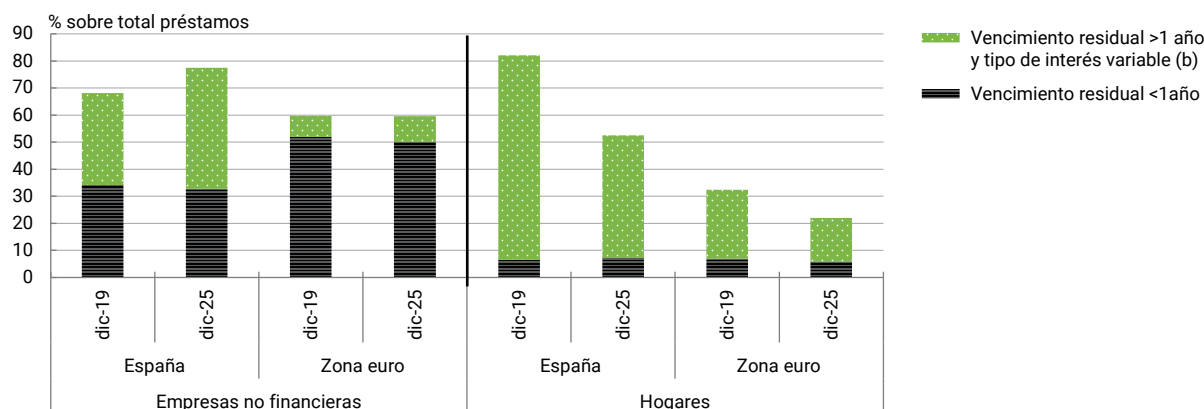
- a El gráfico muestra la función de densidad del ROA de las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total medio consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Tipos medios de los activos y pasivos financieros (a)



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

a El tipo medio del activo financiero se calcula como la ratio entre los ingresos por intereses y los activos financieros rentables, mientras que el tipomediodel pasivo financiero se calcula como la ratio entre los gastos por intereses y los pasivos financieros onerosos. Nótese que el denominador del tipo medio de pasivo de este gráfico son los pasivos financieros onerosos (al contrario que en el gráfico 3.12, cuyo denominador es el pasivo total). Los datos incluyen los importes de los negocios afectados por la venta de dos filiales en el extranjero por parte de dos entidades significativas.

Traslación acumulada del euríbor a los tipos de interés de préstamo y peso de los préstamos de corto plazo y de tipo variable**A2.3.1.1.5.a Traslación acumulada de la caída del euríbor al tipo de interés medio de los préstamos a empresas y a hogares por parte de las entidades españolas y del área del euro en su actividad doméstica (a)****A2.3.1.1.5.b Peso de los préstamos a corto plazo y con tipo de interés variable a empresas y a hogares de las entidades españolas y del área del euro en su actividad doméstica**

FUENTE: BCE. Última observación: febrero de 2026 para el panel a y diciembre de 2025 para el panel b.

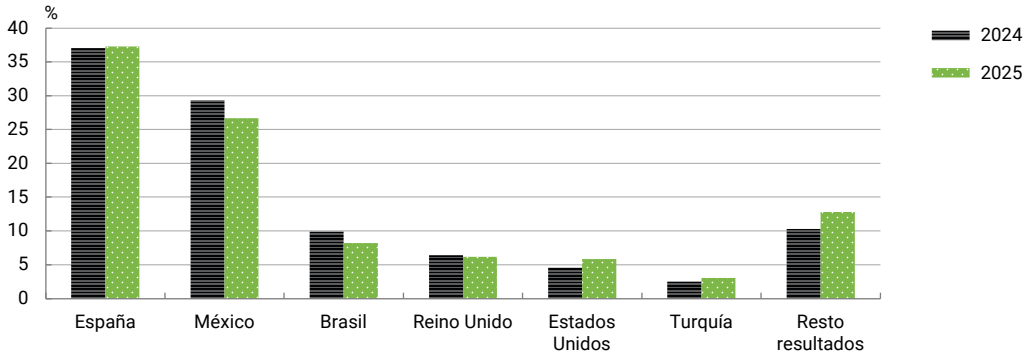
- a En cada fecha, la traslación se define, en puntos porcentuales, como el cociente entre la variación acumulada por el tipo de interés medio del conjunto de la cartera de préstamos desde la fecha en que este comienza a descender (entre diciembre de 2023 y septiembre de 2024, dependiendo de la cartera y el área geográfica) y la variación máxima experimentada por el euríbor a doce meses desde el inicio del ciclo de caída (en su caso, octubre de 2023) y hasta dicha fecha (la máxima caída del euríbor a doce meses es de 2,1 pp y se alcanzó en julio de 2025). Aunque ambas variaciones son negativas (descensos), el cociente es una magnitud positiva, y mayor cuanto mayor es la traslación.
- b Préstamos con revisión del tipo de interés en los siguientes 12 meses para préstamos con vencimiento inicial y residual superior a un año.

Nota A2.3.1.1.6 (Referida al gráfico 3.2 de la sección 3.1.1)

- a Los gastos por intereses de cada cartera se estiman aplicando a la inversión en la misma el coste financiero medio por unidad de activo. Una vez estimados estos gastos por cartera, los efectos precio, cantidad y mixto se estiman de la manera habitual considerando que el importe de la financiación de cada cartera es igual a su inversión. Así, el efecto precio se calcula como el producto de la variación del margen unitario por la inversión mantenida constante en los valores del período inicial, mientras que el efecto cantidad se calcula como el producto de la variación de la inversión por el margen unitario mantenido constante en los valores del período inicial. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia de la variación total con la suma de los efectos precio y cantidad. Los datos incluyen una estimación de los importes de los negocios afectados por la venta de dos filiales en el extranjero por parte de dos entidades significativas, por lo que la descomposición de la variación del margen de intereses por cartera no se ve distorsionada entre ambos períodos.
- b La cartera Préstamos al sector financiero incluye los préstamos a entidades de crédito y los préstamos a otras sociedades financieras.
- c La cartera Resto incluye, entre otras carteras, los préstamos y los saldos en efectivo en bancos centrales, los préstamos a las Administraciones Públicas, los derivados y otros activos financieros rentables.

Gráfico A2.3.1.1.7

Peso por país del resultado ordinario atribuido a la entidad dominante de los tres bancos con actividad internacional más significativa (a). Datos consolidados

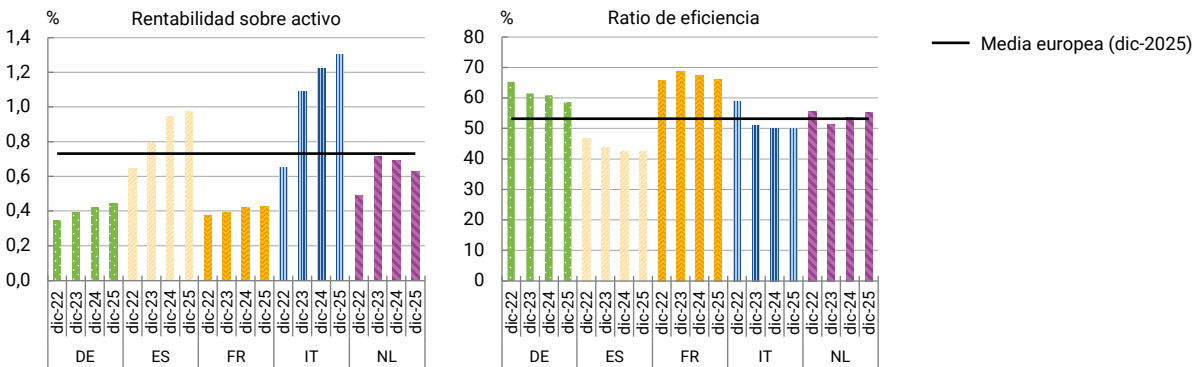


FUENTE: Informes financieros de las entidades. Última observación: diciembre de 2025.

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.

Gráfico A2.3.1.1.8

Comparativa europea de la rentabilidad sobre activo y de la ratio de eficiencia. Datos consolidados



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2025.

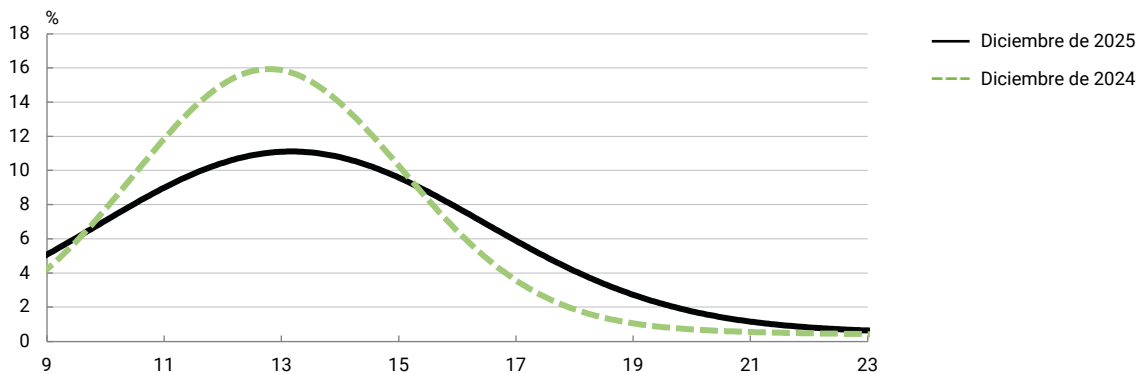
A2.3.1.2 Solvencia

Nota A2.3.1.2.1 (Referida al gráfico 3.5 de la sección 3.1.2)

- a La ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre activos ponderados por riesgo (APR). El CET1 se desgrega en sus principales componentes. Los instrumentos de capital incluyen las recompras de acciones y otras variaciones de los instrumentos de capital admisibles como CET1. El resto de CET1 incluye, entre otras partidas, las ganancias acumuladas de ejercicios anteriores, los intereses minoritarios y los ajustes del CET1 debido a filtros prudenciales. A su vez, los APR pueden obtenerse como el producto del total activos y densidad, donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre total activos. Así, en el gráfico, la variación de la ratio de CET1 se descompone en las variaciones de los principales componentes del CET1, del total activos y de la densidad. Existe un efecto mixto residual procedente de la descomposición que se atribuye de manera proporcional al valor absoluto de las variaciones de los factores mostrados. Las barras de color verde (amarillo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.
- b Los requerimientos de capital de Basilea III se introdujeron en 2014 y la información sobre la ratio CET1 empieza a estar disponible ese año.

Gráfico A2.3.1.2.2

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

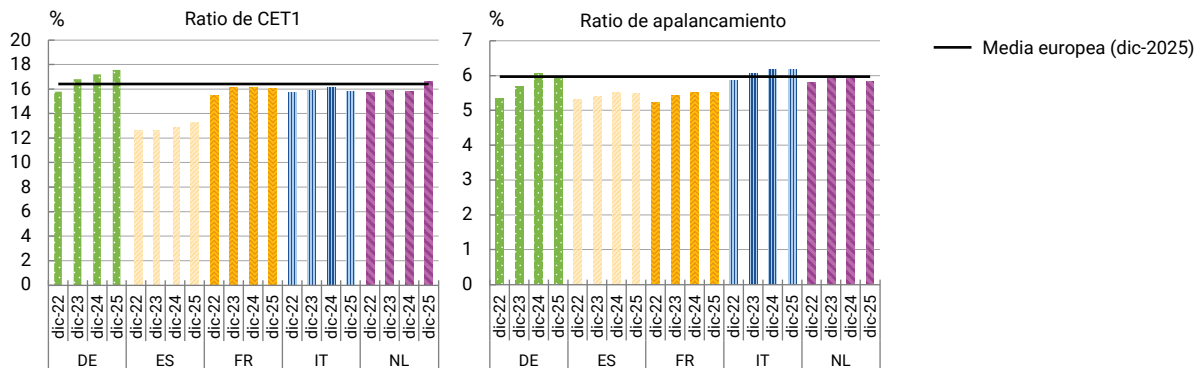


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

- a El gráfico muestra la función de densidad de la ratio de CET1 para las entidades bancarias españolas (ponderada por el activo total consolidado). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.2.3

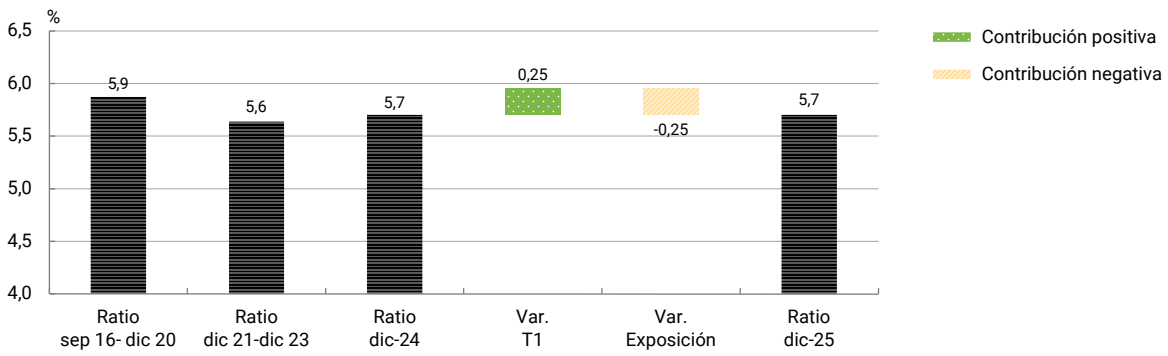
Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2025.

Gráfico A2.3.1.2.4

Descomposición de la variación de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados (a)

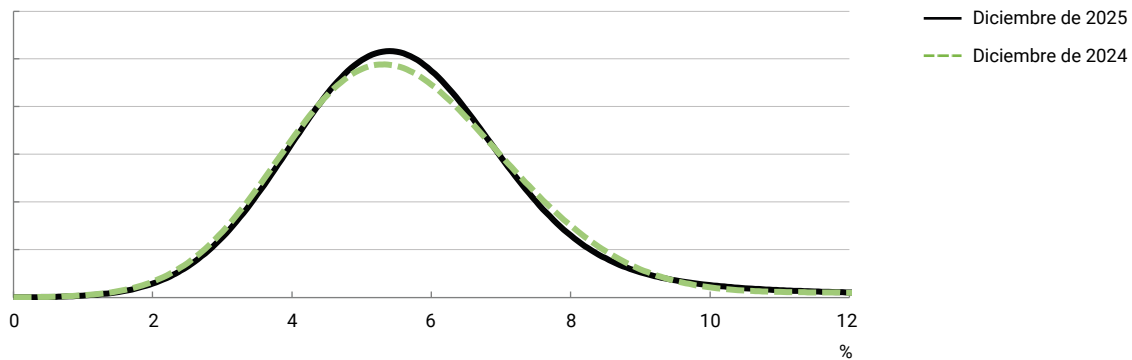


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a La ratio de apalancamiento se calcula como capital de nivel 1 (*Tier 1 capital*, T1) sobre exposición total. En el gráfico, la variación de la ratio de apalancamiento se descompone en las variaciones del capital de nivel 1 y de la exposición total. Existe un efecto mixto residual procedente de la descomposición que se atribuye de manera proporcional al valor absoluto de las variaciones de los factores mostrados. Las barras de color verde (amarillo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes. La ratio de apalancamiento comienza a reportarse en septiembre de 2016.

Gráfico A2.3.1.2.5

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



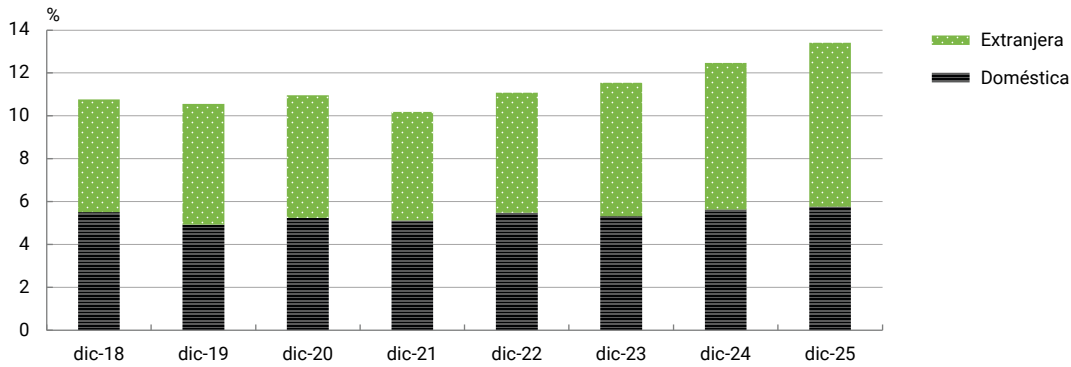
FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

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

A2.3.1.3 Balance consolidado

Gráfico A2.3.1.3.1

Ratio de tenencias bancarias de valores de deuda soberana doméstica y extranjera sobre total activo. Datos consolidados

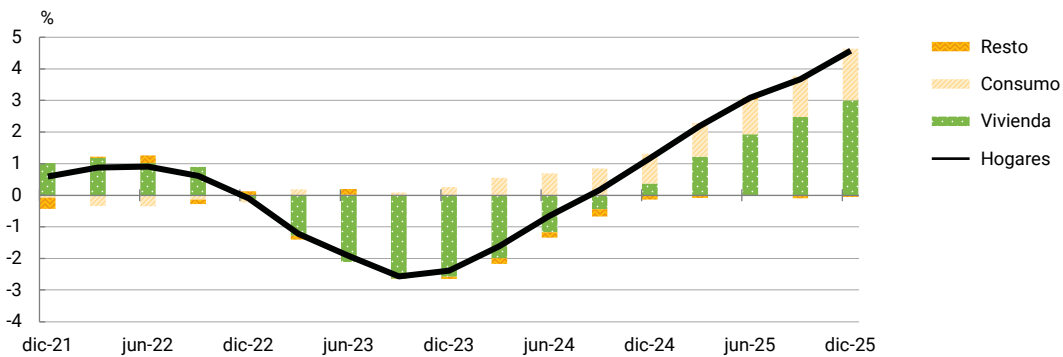


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

A2.3.1.4 Actividad de préstamo

Gráfico A2.3.1.4.1

Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito a hogares. Datos individuales de los negocios en España (a)

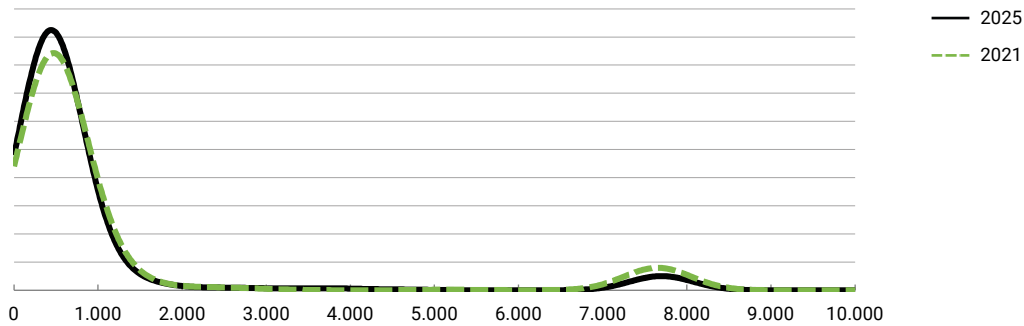


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

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

Gráfico A2.3.1.4.2

Distribución por entidades del índice Herfindahl-Hirschman de concentración sectorial dentro de la cartera de préstamos a empresas y autónomos (a)

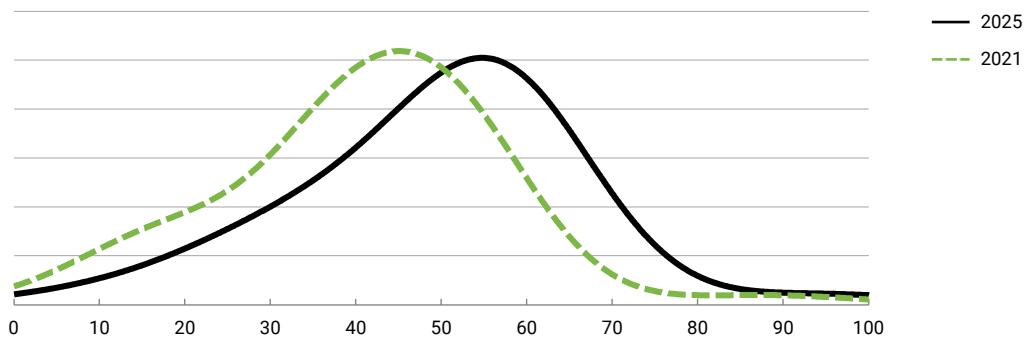


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a El gráfico muestra la función de densidad del índice Herfindahl-Hirschman de concentración por sector de actividad CNAE para las entidades bancarias españolas (ponderada por el crédito total a empresas y autónomos de cada banco). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.4.3

Distribución por entidades del peso del crédito a empresas grandes sobre el total de crédito a empresas y autónomos (a)

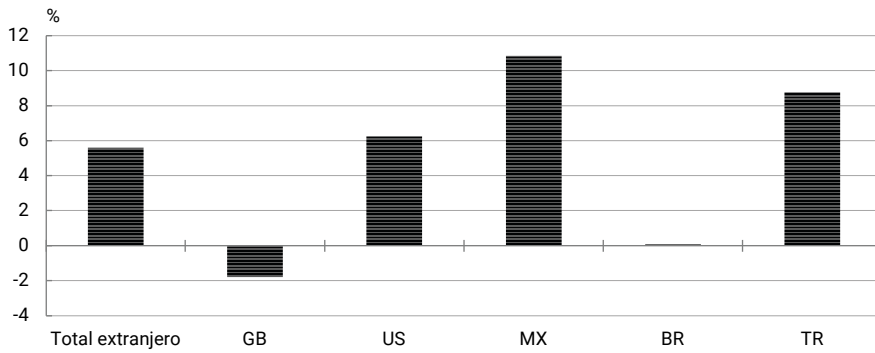


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a El gráfico muestra la función de densidad del peso del crédito a empresas grandes para las entidades bancarias españolas (ponderada por el crédito total a empresas y autónomos de cada banco). Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de esta, y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.

Gráfico A2.3.1.4.4

Tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos en el extranjero. Diciembre de 2025 (a)



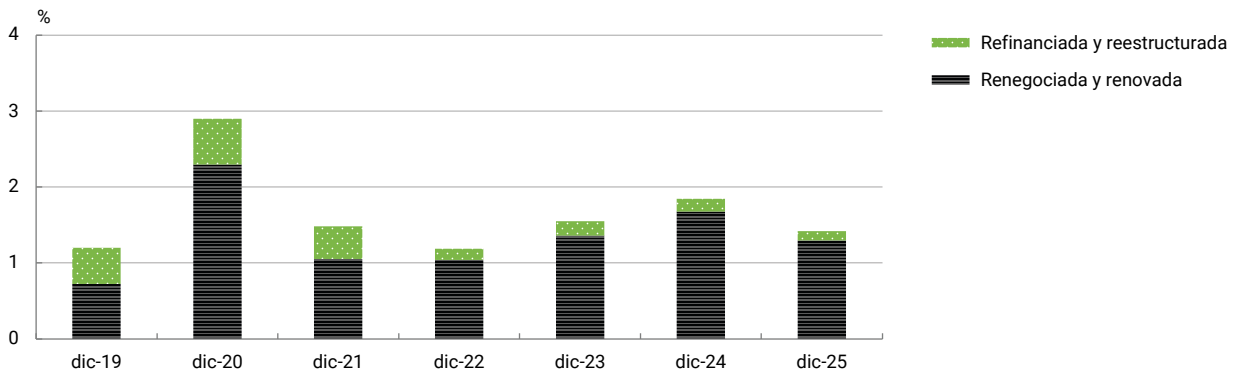
FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a El negocio en el extranjero es identificado de acuerdo con la residencia de las contrapartes. Se desglosan los principales países en los que los bancos españoles realizan su actividad en el extranjero.

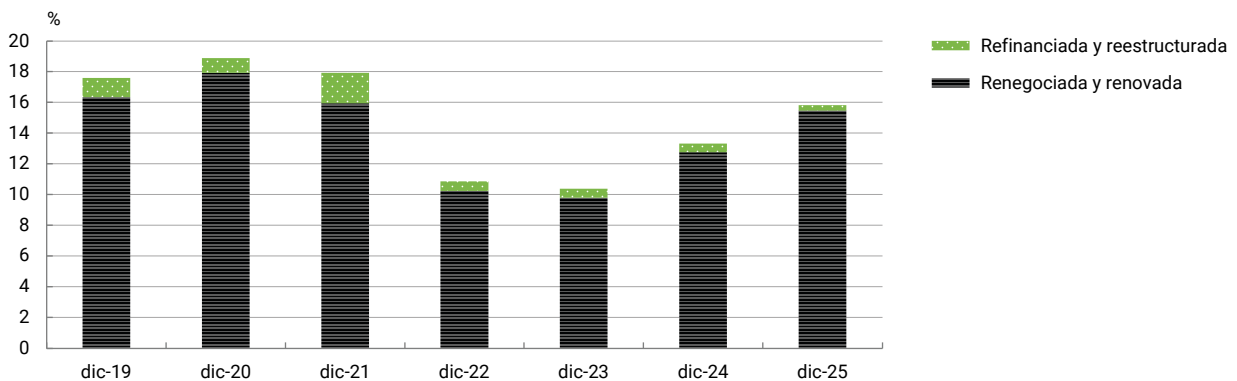
Gráfico A2.3.1.4.5

Flujos acumulados a 12 meses de refinanciaciones, reestructuraciones, renegociaciones y renovaciones (a)

A2.3.1.4.5.a Hogares. Negocios en España. DI



A2.3.1.4.5.b Sociedades no financieras y empresarios individuales. Negocios en España. DI

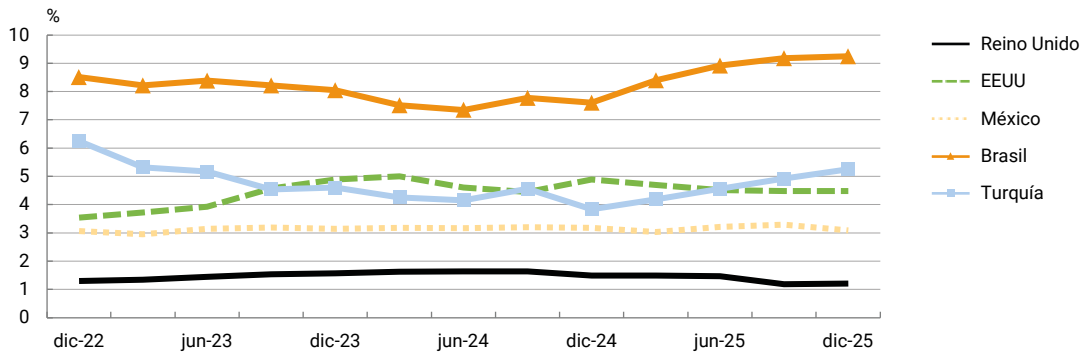


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a Para la construcción del flujo acumulado a 12 meses, se toma la suma de los flujos mensuales de enero a diciembre como porcentaje de la cartera a diciembre del año previo.

Gráfico A2.3.1.4.6

Ratio de dudosos del crédito a hogares, empresas y autónomos en el extranjero (a)

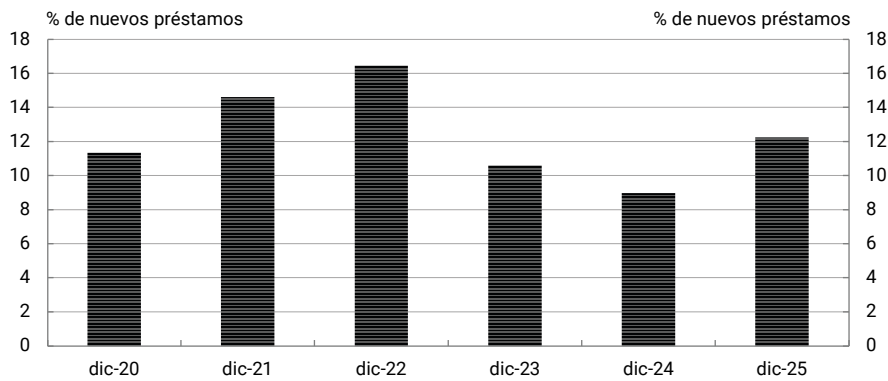


FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre de 2025.

a El negocio en el extranjero es identificado de acuerdo con la residencia de las contrapartes. Se desglosan los principales países en los que los bancos españoles realizan su actividad en el extranjero.

Gráfico A2.3.1.4.7

Ratio de nuevas titulaciones respaldadas por préstamos originados en España sobre el crédito nuevo en España



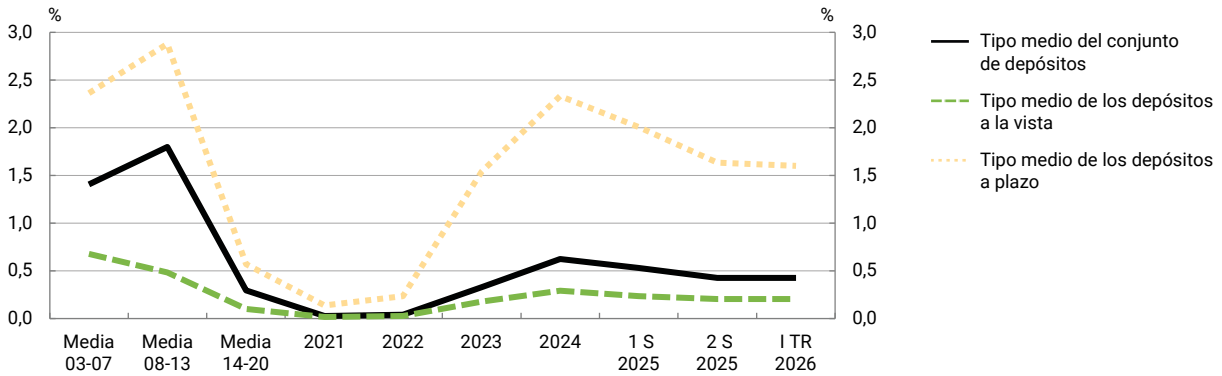
FUENTE: Banco de España. Última observación: diciembre 2025.

a La muestra utilizada para construir este gráfico incluye aquellas entidades que originaron al menos una titulización respaldada por préstamos generados en España durante el período enero 2020-diciembre 2025. La barra correspondiente a diciembre del año t se construye utilizando información del período correspondiente al año calendario t. El análisis se basa en datos consolidados a nivel de grupo bancario. Las barras se calculan dividiendo el importe de las nuevas titulaciones originadas sobre el importe de las nuevas operaciones de crédito a hogares y empresas.

A2.3.1.5 Condiciones de financiación y liquidez

Gráfico A2.3.1.5.1

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

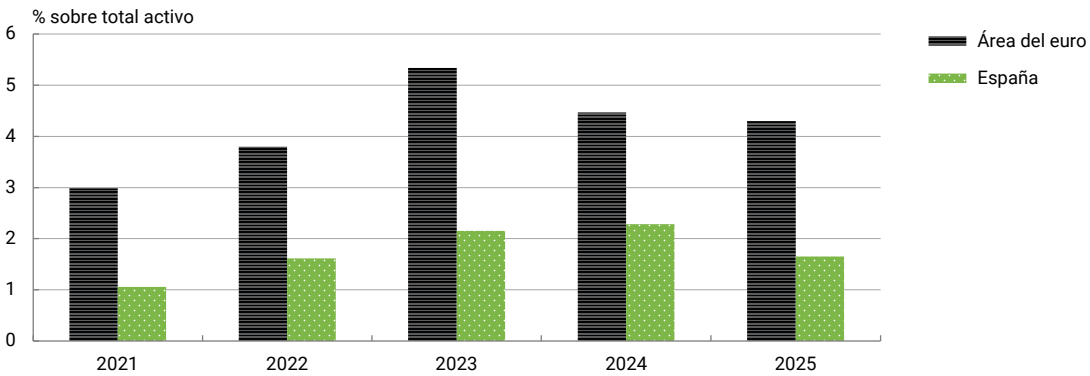


FUENTE: Banco de España. Última observación: marzo de 2026.

- a Se consideran las operaciones llevadas a cabo por las oficinas radicadas en España de las entidades de depósito.
- b El tipo de interés en cada período corresponde al promedio de los tipos de interés mensuales. Los tipos de interés mensuales, a su vez, se calculan como la media de los tipos a la vista y a plazo ponderados por los respectivos volúmenes de depósitos.

Gráfico A2.3.1.5.2

Emisiones de deuda en el mercado primario. Entidades significativas (a)



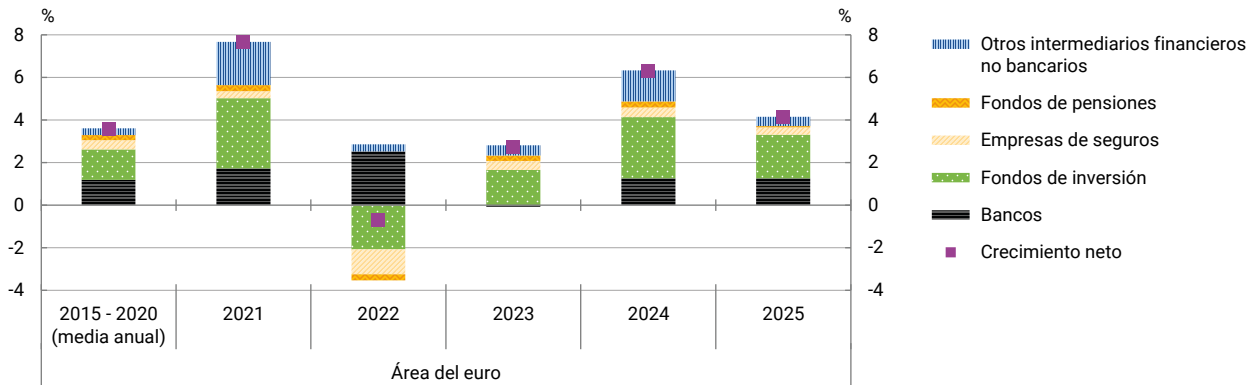
FUENTE: CSDB, SHS-G y LSEG Workspace. Última observación: 31 de diciembre de 2025.

- a Los datos para el área del euro excluyen la actividad de los bancos españoles. Se incluyen las emisiones de AT1, T2, deuda sénior no preferente, sénior no garantizada y sénior garantizada. Para las emisiones de filiales extranjeras de grupos españoles se incluye únicamente el importe de las emisiones de deuda viva cuyo tenedor no forma parte del grupo de consolidación. Porcentajes calculados sobre el total de activos a nivel consolidado.

A2.3.2 Sector financiero no bancario

Gráfico A2.3.2.1

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

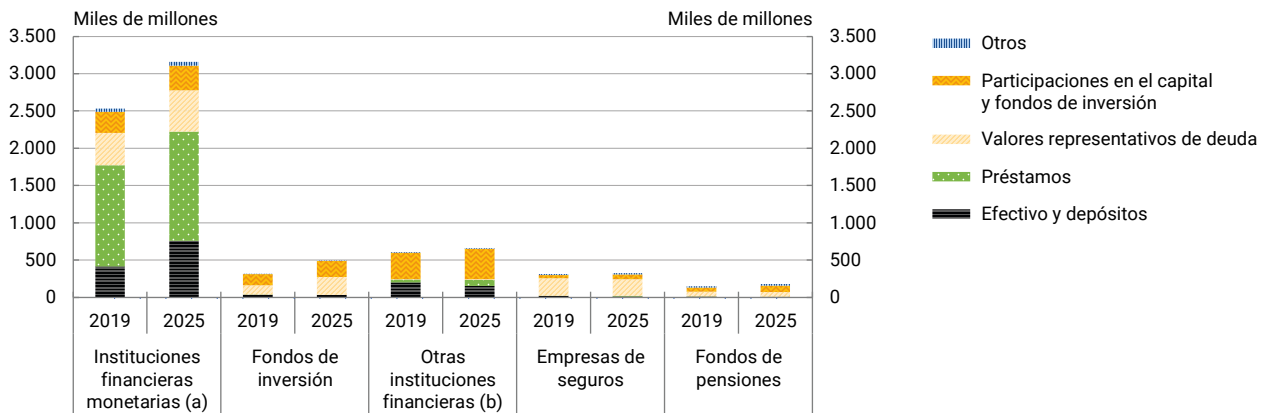


FUENTES: Banco de España y BCE. Última observación: diciembre de 2025.

a, b Véase la nota A2.3.2.4 del anejo 2.

Gráfico A2.3.2.2

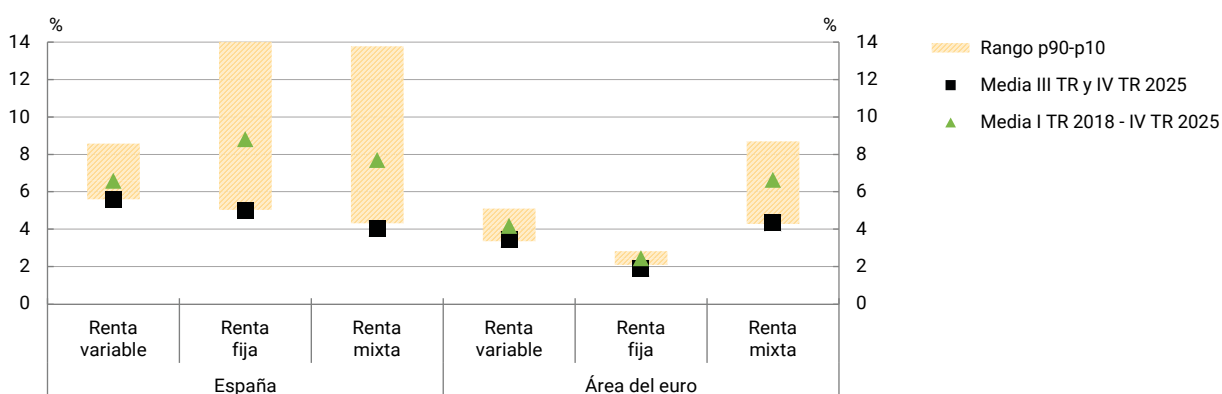
Composición del activo por sector institucional. España



FUENTES: Banco de España y BCE. Última observación: diciembre de 2025.

a Entidades de crédito y fondos del mercado monetario.

b Otros intermediarios financieros, auxiliares financieros e instituciones financieras de ámbito limitado y prestamistas de dinero.



FUENTES: CNMV y Lipper Refinitiv for Asset Management. Última observación: diciembre de 2025.

- a** La ratio de liquidez se calcula como la suma de depósitos y tesorería dividida entre el patrimonio total, para cada perfil de inversión y área geográfica.
b Para España, se utiliza información de la CNMV referente al universo de fondos de inversión domiciliados en España, hasta el III TR 2025. Para fondos domiciliados en la UEM, se utiliza Lipper Refinitiv. Se excluyen las SICAV.

Nota A2.3.2.4 (Referida al gráfico 3.16 en la sección 3.2 y al gráfico A2.3.2.1 en este anejo)

- a** En el cuarto trimestre de 2025, el activo total no consolidado de los bancos, fondos de inversión, empresas de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios en España fue 3.244, 515, 331, 181 y 659 mm de euros, respectivamente. Los correspondientes valores para el conjunto del área del euro fueron de 39.774, 22.715, 9.074, 3.486 y 26.027 mm de euros, respectivamente.
b El SFNB incluye los fondos del mercado monetario, los fondos de inversión no monetarios, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y otros intermediarios financieros no bancarios. A su vez, esta última subcategoría incluye sociedades de capital riesgo, sociedades de valores, fondos de titulización, entidades de contrapartida central, SOCIMI, agencias de valores, SGIIC, sociedades de garantía recíproca, sedes centrales de grupos financieros, sociedades de tasación, entidades de pago, sociedades holding, filiales instrumentales emisoras de valores y el resto de entidades financieras especializadas

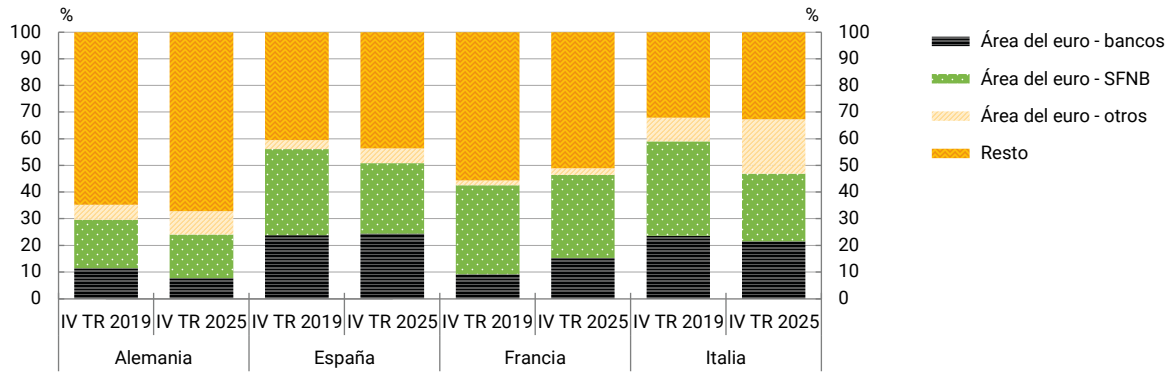
Nota A2.3.2.5 (Referida al gráfico 3.17 en la sección 3.2)

- a** La variable "Activos potencialmente afectados por reembolsos elevados" mide el porcentaje de activos de un fondo que podría verse afectado por reembolsos significativos de sus partícipes. Un fondo se considera en esta situación cuando su ratio de flujos netos de capital sobre el total de activos se sitúa por debajo del percentil 10 de la distribución histórica de esa ratio (IV TR de 2013 – IV TR de 2025) para los fondos con el mismo perfil de inversión. En ese caso, se considera afectada únicamente la parte de los reembolsos que supera ese umbral histórico. Por ejemplo, si un fondo registra flujos netos del -10 % de sus activos y el percentil 10 histórico es -5 %, se estima que el 5 % de los activos del fondo están potencialmente afectados por reembolsos elevados.
b Los percentiles y la mediana se han calculado en base a las series históricas de la variable "Activos potencialmente afectados por reembolsos elevados" para cada perfil de inversión y área geográfica. Se excluyen las SICAV.

A2.3.3 Interconexiones sistémicas

Gráfico A2.3.3.1

Composición de tenencias de deuda soberana por sector tenedor



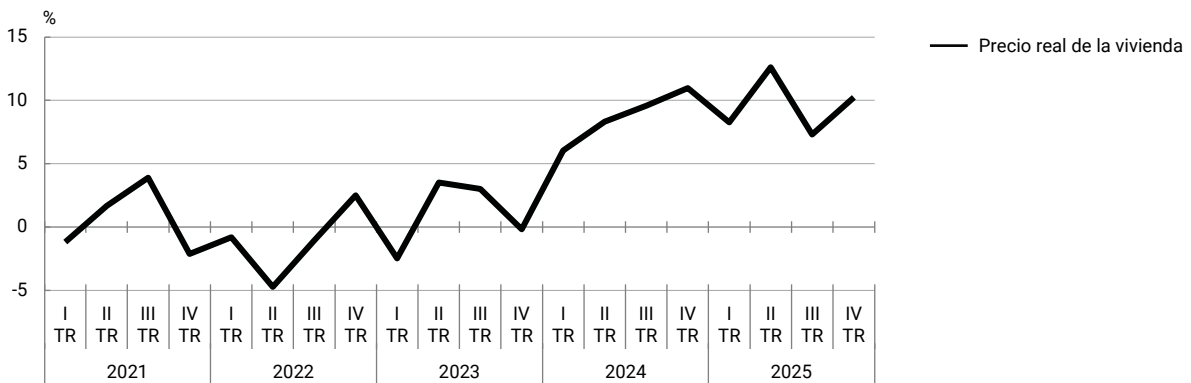
FUENTE: Banco Central Europeo (Securities Holdings Statistics by Sector). Última observación: cuarto trimestre de 2025.

a Composición de las tenencias de deuda soberana de cada país repartido entre bancos del área del euro, SNFB del área del euro, otros inversores del área del euro e inversores de fuera del área del euro.

A2.4.1 El mercado inmobiliario en España

Gráfico A2.4.1.1

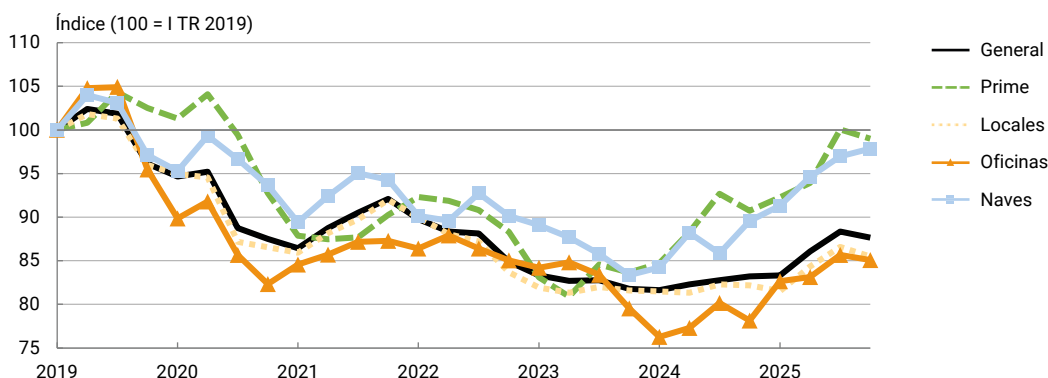
Indicador de aceleración del precio de la vivienda (a)



FUENTES: Banco de España e INE. Última observación: cuarto trimestre de 2025.

a El precio real de la vivienda se corresponde con el índice de precios de vivienda deflactado con el índice de precios de consumo. Tasa de variación intertrimestral anualizada.

Índices de precios reales del sector inmobiliario comercial (a) (b)



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

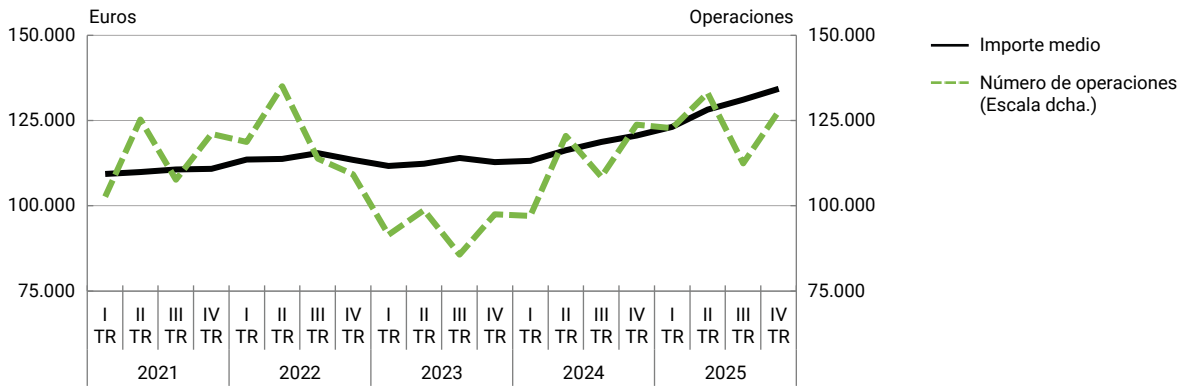
- a Se obtienen a partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas *prime* —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en 2025 el 5 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Los índices reales se obtienen ajustando los índices nominales por el deflactor implícito desestacionalizado del gasto en consumo final del conjunto de la economía.
- b Los microdatos empleados de forma recurrente para el cómputo de estas series han mejorado sustancialmente en su cobertura histórica respecto a los utilizados en anteriores IEF. Esta revisión ha permitido mejorar la calidad de las series estimadas desde su inicio.

Nota A2.4.1.3 (Referida al gráfico 4.3 de la sección 4.1)

- b A partir de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda: i) brecha de precios de la vivienda; ii) brecha de la ratio de los precios de la vivienda sobre el 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 los 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 los hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. Todas las variables se expresan en términos reales con respecto al deflactor de consumo. En todos los indicadores de i) a iii) las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero.
- c El indicador sintético del mercado inmobiliario se construye a partir de veinte indicadores de alerta individuales referidos a cuatro categorías: 1) situación de los hogares —deuda, carga financiera total, carga financiera por intereses, tasa de ahorro bruta, tasa de ahorro no destinada al servicio de la deuda—; 2) condiciones crediticias —crédito inmobiliario sobre PIB, crédito construcción sobre PIB, nuevas operaciones para la compra de vivienda sobre PIB, probabilidad de impago calculada a partir del LTV, LTP, LSTI y vencimiento—; 3) valoración —variación anual del precio real de la vivienda, indicadores de desequilibrios e indicadores de accesibilidad (cuotas hipotecarias sobre renta bruta disponible y precio de la vivienda sobre renta bruta disponible)—, y 4) actividad real —viviendas visadas, transacciones e hipotecas sobre el número de hogares, afiliados en construcción sobre el total, diferencia entre las viviendas iniciadas y la variación de los hogares—. Para más detalles véase P. Alves, C. Broto, M. Gil y M. Lamas. (2023). "Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España". Documentos Ocasionales, 2314, Banco de España. El índice sintético está acotado entre cero y uno. Valores más altos (bajos) indican la presencia de desequilibrios más altos (bajos).

Gráfico A2.4.1.4

Número e importe medio de los nuevos préstamos hipotecarios, frecuencia trimestral (a)

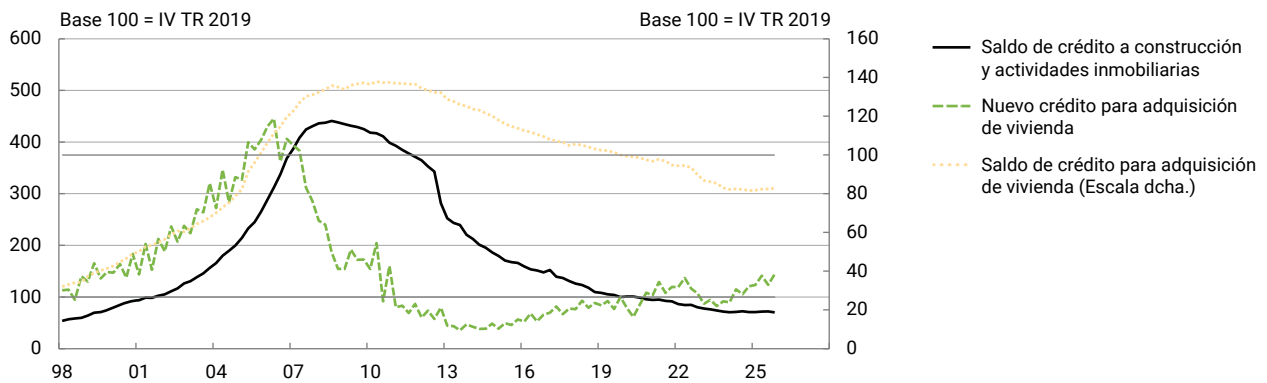


FUENTE: Colegio de Registradores. Última observación: diciembre de 2025.

a Las hipotecas consideradas son aquellas concedidas a hogares para adquisición de fincas de naturaleza urbana por entidades financieras. Los valores se expresan en términos nominales.

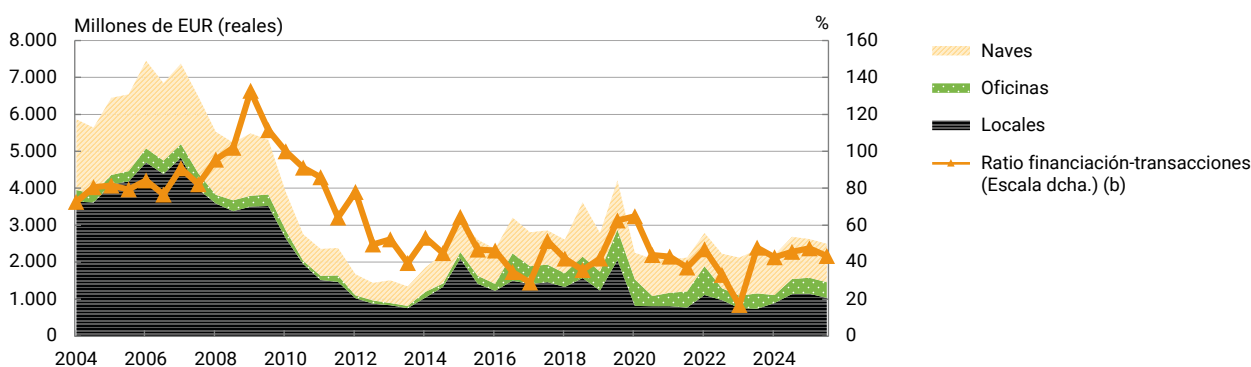
Gráfico A2.4.1.5

Crédito bancario al sector inmobiliario en términos reales. Índice (a)



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

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

Volumen real de crédito hipotecario concedido con inmuebles comerciales como colateral (a)

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

- a** Las magnitudes reales se obtienen ajustando los volúmenes nominales por el deflactor implícito desestacionalizado del gasto en consumo final del conjunto de la economía.
- b** La ratio financiación-transacciones se calcula como el cociente entre el volumen total de crédito hipotecario concedido con inmuebles comerciales como colateral y el volumen total transaccionado en compraventas de inmuebles comerciales.

Nota A2.4.1.7 (Referida al gráfico 4.5 de la sección 4.1)

- a** La ratio préstamo-precio (LTP, por sus siglas en inglés) considera el precio de adquisición de dicha vivienda. Los valores medios están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.
- 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 de la vivienda en el momento de la compraventa. Los valores medios están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

Nota A2.4.1.8 (Referida al gráfico 4.6 de la sección 4.1)

- a** Se estima el valor de la ratio préstamo-ingresos (LTI, por sus siglas en inglés) para cada hipoteca como el cociente entre el importe del principal de la hipoteca al inicio de la operación sobre la renta neta anual del hogar. Los valores están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.
- b** Se estima el valor de la ratio servicio de la deuda-ingresos (LSTI, por sus siglas en inglés) para cada hipoteca como el cociente entre el coste anual total del servicio del préstamo hipotecario (incluyendo pagos de capital e intereses), calculados de acuerdo con las condiciones del contrato de préstamo hipotecario (plazo hasta el vencimiento, capital pendiente, y tipo de interés) sobre la renta neta anual del hogar. Los valores están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca.

Nota A2.4.1.9 (Referida al gráfico 4.7 de la sección 4.1)

- a** Todas las ratios mostradas se calculan en el momento de concesión de la nueva hipoteca. La ratio LSTI se calcula como el cociente entre la cuota (incluyendo amortización de principal e intereses) de la hipoteca concedida que afronta un hogar prestatario y su renta disponible. La ratio DSTI se calcula como el cociente entre todas las cuotas (incluyendo amortización de principal e intereses), la de la hipoteca concedida y las del resto de las deudas vivas, que afronta un hogar prestatario y su renta disponible. La ratio LTI se calcula como el cociente entre el principal de la hipoteca concedida y la renta disponible del hogar prestatario. La ratio DTI se calcula como el cociente entre el total de la deuda viva, tanto el principal de la hipoteca concedida y como el principal por amortizar del resto de las deudas vivas, y la renta disponible del hogar prestatario.
- b** Se ponderan todas las nuevas operaciones hipotecarias por su importe del principal en el momento de la concesión.
- c** Las nuevas operaciones hipotecarias con categoría de riesgo elevado son aquellas que sobrepasan alguno de los siguientes umbrales típicamente establecidos por las autoridades macroprudenciales y usados en la literatura relacionada: LSTI > 30 %, DSTI > 30 %, LTI > 5 o DTI > 5.

Nota A2.4.1.10 (Referida al gráfico 4.9 de la sección 4.1)

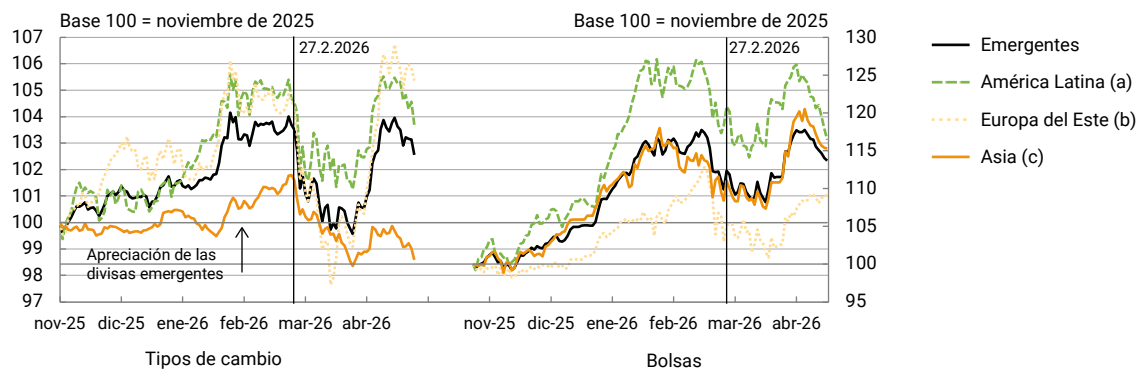
- a Se representa el rango intercuartílico —diferencia percentil 75 y 25— y la mediana del diferencial medio del tipo de interés aplicado por las entidades de depósito, ponderado por el importe del crédito concedido. Los diferenciales se calculan sobre la curva swap IRS (Interest Rate Swap), que estima el tipo de interés libre de riesgo al plazo correspondiente, para las nuevas hipotecas a familias concedidas en el semestre indicado, según información de los estados financieros reservados. Se consideran operaciones a tipo variable las clasificadas como flexibles y las que tienen hasta un año de fijación de tipo inicial. El resto se clasifica como de tipo fijo. El diferencial se calcula para préstamos nuevos en cuatro intervalos de plazo —flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial, más de un año y hasta cinco años de fijación del tipo inicial, más de cinco años y hasta diez años de fijación del tipo inicial, más de diez años de fijación del tipo inicial—. Cada intervalo se compara con el tipo IRS correspondiente al plazo medio del tramo. Para operaciones con tipo variable y fijación menor a un año se emplea el tipo IRS a un año, y para operaciones con fijación mayor a diez años se utiliza el tipo IRS a veinticinco años, que corresponde con el plazo medio de las nuevas hipotecas con un plazo superior a diez años.

A2.4.2 Mercados financieros

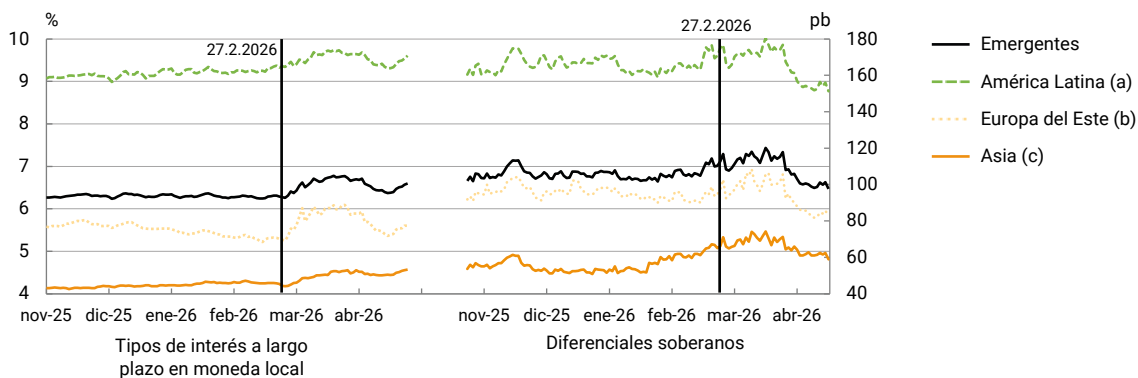
Gráfico A2.4.2.1

Evolución de los mercados emergentes

A2.4.2.1.a Tipos de cambio y bolsas



A2.4.2.1.b Coste de la deuda interna y externa



FUENTE: LSEG Datastream. Último dato 29 de abril de 2026. 27 de febrero de 2026 es el último día de mercado antes del estallido del conflicto en Oriente Próximo.

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

b Promedio de República Checa, Polonia y Hungría.

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

A2.5.1 Riesgos geopolíticos

Nota A2.5.1.1 (Referida al gráfico 5.3.a de la sección 5.1)

- a El recargo sería temporal (hasta 150 días) salvo prórroga legislativa. Los aranceles del 10 % y del 15 % no se aplican de forma homogénea entre países, ya que el impacto efectivo depende del peso relativo que tienen en sus exportaciones los bienes exentos del arancel. Entre las principales excepciones destacan los productos cubiertos por la Sección 232 (como el acero y el aluminio), que ya están sujetos a otros gravámenes; los bienes que cumplen las reglas de origen del USMCA, en el caso de Canadá y México; y ciertos productos recogidos en el denominado Anexo II.

A2.6.1 Colchón de capital anticíclico

Nota A2.6.1.1 (Referida al gráfico 6.1 de la sección 6.1)

- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España. La brecha de crédito bancario-PIB se calcula igual que la brecha de crédito-PIB, pero teniendo en cuenta únicamente el crédito bancario. Las franjas verticales sombreadas en gris indican períodos de crisis económicas en España: la última crisis sistémica bancaria y la crisis económica provocada por la crisis sanitaria del Covid-19.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Fecha de cierre de datos: 29 de abril de 2026.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2026
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	LSI	Less significant institutions (Entidades menos significativas)
ABE	Autoridad Bancaria Europea	LSTI	Ratio servicio de la deuda-ingresos
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria	LTI	Ratio préstamo-ingresos
APR	Activos ponderados por riesgo	LTP	Loan-to-price (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
AT1	<i>Additional Tier 1 Capital</i> (Capital adicional de nivel 1)	LTV	Relación préstamo-valor
ATM	Activos totales medios	m	miles
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	MiCA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
BCE	Banco Central Europeo	mm	miles de millones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CBI	Central de Balances Integrada	MREL	Minimum required eligible liabilities
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	MTBE	Modelo Trimestral del Banco de España
CBT	Central de balances trimestral	MUR	Mecanismo Único de Resolución
CCA	Colchón de capital anticíclico	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
CCC	Colchón de conservación de capital	NBER	National Bureau of Economic Research
CDS	<i>Credit default swaps</i> (permutas de incumplimiento crediticio)	NSFR	Net Stable Funding Ratio (Ratio de financiación estable neta)
CET1	Common equity Tier 1 (capital de nivel 1 ordinario)	NGEU	Next generation European Union
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	OAS	<i>Option-adjusted spread</i>
CLO	<i>Collateralised Loan Obligations</i>	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CMU	<i>Capital Markets Union</i> (Unión de Mercados de Capitales)	OIS	Overnight interest swap
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	p	Percentil
CoCo	Contingent Convertible bond (bono convertible contingente)	PD	Probability of default (probabilidad de impago)
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	pb	Puntos básicos
CRD	Capital Requirements Directive	PEMP	Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo
CRR	Capital Requirements Regulation	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
DI	Datos individuales	PIB	Producto interior bruto
DLT	Distributed Ledger Technology	PMI	Purchasing managers' index
DORA	<i>Digital Operational Resilience Act</i> (Ley de Resiliencia Operativa Digital)	pp	Puntos porcentuales
EBA	European Banking Authority	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
EBE	Excedente bruto de explotación	PTB	Price to book value (ratio precio - valor contable)
ECB	<i>European Central Bank</i>	Pyme	Pequeña y mediana empresa
ECC	Entidades de contrapartida central	RAUI	<i>Retrieval-augmented uncertainty indicator</i>
ED	Entidad de depósito	RBD	Renta bruta disponible
EDIS	<i>European Deposit Insurance Scheme</i> (Sistema europeo de garantía de depósitos)	RD	Real Decreto
EEUU	Estados Unidos	RDL	Real Decreto-ley
EFC	Establecimiento financiero de crédito	REB	Resultado económico bruto
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	Repo	Acuerdo de recompra
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	ROA	Return on assets (rentabilidad sobre el activo)
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	ROE	Return on equity (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
ESRB	European Systemic Risk Board	S	Semestre
€STR	Euro short-term rate (tipo de interés a corto plazo del euro)	S1/S2/S3	Stage 1 / Stage 2 / Stage 3
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (fondos cotizados en bolsa)	S&P	Standard & Poor's
FL	Fully loaded	SA	Sociedad anónima
FLESB	Forward-looking exercise on Spanish banks	SARS-CoV-2	Severe Acute Respiratory Syndrome CoronaVirus 2
FMM	Fondos del mercado monetario	SI	<i>Significant institutions</i> (Entidades significativas)
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera	SFNB	Sector financiero no bancario
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
G-SIB	Banco de importancia sistémica mundial (<i>global systemically important bank</i>)	SNF	Sociedad no financiera
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)	SNP	<i>Senior non-preferred</i> (sénior no preferente)
IA	Inteligencia Artificial	SOCIMIA	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)
IEEPA	<i>International Emergency Economic Powers Act</i>	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
IEF	Informe de estabilidad financiera	T2	Tier 2
IFNB	Intermediación financiera no bancaria	TIC	Tecnologías de la Información y la Comunicación
INE	Instituto Nacional de Estadística	TLAC	<i>Total loss-absorbing capacity</i> (Capacidad total de absorción de pérdidas)
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	TLPT	Threat Led Penetration Testing
IPC	Índice de precios de consumo	TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
IRB	<i>Internal Ratings Based models</i> (modelos internos de calificación para la valoración del riesgo de crédito)	T/TR	Trimestre
IRS	Indicador de riesgo sistémico	UB	Unión Bancaria
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares	UE	Unión Europea
ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>	UEM	Unión Económica y Monetaria
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico	VAB	Valor añadido bruto
JUR	Junta Única de Resolución	VAR	Vector autorregresivo
LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (Ratio de cobertura de liquidez)		
LGD	Loss given default (Pérdida en caso de impago)		
LSEG	<i>London Stock Exchange Group</i>		

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DE	Alemania	IE	Irlanda	PL	Polonia
AU	Australia	DK	Dinamarca	IT	Italia	PT	Portugal
BE	Bélgica	EE	Estonia	JP	Japón	RO	Rumanía
BG	Bulgaria	ES	España	KR	Corea del Sur	SE	Suecia
BR	Brasil	FI	Finlandia	LT	Lituania	SI	Eslovenia
CA	Canadá	FR	Francia	LU	Luxemburgo	SK	Eslovaquia
CH	Suiza	GB	Reino Unido	LV	Letonia	TR	Turquía
CL	Chile	GR	Grecia	MT	Malta	US	Estados Unidos
CN	China	HR	Croacia	MX	México		
CY	Chipre	HU	Hungría	NL	Países Bajos		
CZ	República			NO	Noruega		