

# INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera  
2024

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema





## INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2024

# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico 36**
  - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 36
  - 1.1.2 España 40
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario 43**
  - 1.2.1 Mercados financieros 43
  - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 47
- 1.3 Los sectores no financieros 52**
  - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 52
  - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 57
  - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 60

# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito 74**
  - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 74
  - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 91
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas 100**
  - 2.2.1 Sector financiero no bancario 100
  - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 103

# 3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

# Temático

CIBERRIESGOS

## 3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas 113

## 3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera 123

3.2.1 Desafíos estructurales: cambio climático y criptoactivos 123

3.2.2 Otras novedades regulatorias y desarrollos de relevancia prudencial 127

## T.1 Los ciberriesgos y el sistema financiero 140

T.1.1 El sistema financiero como ecosistema 140

T.1.2 Transformación digital y exposición al ciberriesgo 141

T.1.3 Eventos no maliciosos y ciberataques 143

T.1.4 De la ciberseguridad a la ciberresiliencia 144

T.1.5 La relación entre el ciberriesgo y los riesgos económico-financieros 144

## T.2 El impacto del ciberriesgo 146

T.2.1 Principales ciberamenazas 146

T.2.2 Ciberincidentes y pérdidas 147

## T.3 Gestionar el ciberriesgo para alcanzar la resiliencia individual y sistémica 150

T.3.1 Buenas prácticas, regulación y supervisión 150

T.3.2 Gestión del ciberriesgo en las entidades financieras 153

T.3.3 Evaluación y gestión del riesgo sistémico vinculado a ciberriesgos 154

## T.4 Conclusiones y perspectivas futuras 159

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Anejos

1 Balance consolidado 163

2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas 164

1 Shock de incertidumbre en el PIB 17

2 Previsiones de inflación del FMI 17

3 Expectativas de los tipos de interés a corto y largo plazo 20

4 Primas de riesgo 20

5 Evolución de la actividad económica 22

6 Deuda pública española en el contexto europeo 22

7 Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas 24

8 Descomposición de la variación del resultado bancario. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado 24

9 Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Diciembre de cada año. Negocios en España DI 27

10 Indicadores macroprudenciales 27

1.1 Las previsiones para la economía mundial contemplan la estabilización del crecimiento en un contexto de desinflación global 37

1.2 El inicio del ciclo de relajación monetaria en algunas economías emergentes no se ha traducido de momento en una depreciación marcada de sus monedas 39

1.3 Las previsiones contemplan que la economía española modere su crecimiento en 2024, aunque manteniéndose por encima del correspondiente a la UEM, y que continúe el descenso gradual de la inflación 42

1.4 Descensos en las rentabilidades de los activos de renta fija y revalorización de las acciones ante las expectativas de menores tipos de interés oficiales, si bien se han corregido parcialmente al alza desde principios de 2024 44

1.5 Las primas de riesgo corporativas de alto rendimiento se sitúan en niveles reducidos y los precios de las acciones respecto a sus determinantes registran cotas históricamente elevadas en Estados Unidos 47

1.6 Desaceleración leve del precio de la vivienda a finales de 2023, si bien se mantienen avances interanuales sólidos 48

1.7 Las compraventas de vivienda muestran una notable resiliencia, al tiempo que los indicadores de oferta perdieron impulso en la segunda mitad de 2023 49

- 1.8 La actividad crediticia en el mercado inmobiliario mantiene una ralentización notable con respecto a 2022, a lo que habría contribuido el elevado volumen de amortizaciones hipotecarias 50
- 1.9 Los precios de los activos inmobiliarios comerciales han mostrado una evolución estable, salvo en el segmento prime, en el que han caído significativamente 51
- 1.10 Los excedentes empresariales se han ralentizado. La carga por intereses crece, a pesar de la caída del endeudamiento, y el porcentaje de empresas bajo presión financiera habría repuntado moderadamente 53
- 1.11 Las perspectivas económicas de los hogares permanecen estables. Pese a la reducción del endeudamiento, la carga por intereses crece, aunque con un aumento limitado de la proporción de hogares con un nivel elevado de la misma 56
- 1.12 El aumento de la ratio de dudosidad hipotecaria ha sido muy limitado en todos los quintiles de renta 57
- 1.13 Las crecientes demandas de gasto y el encarecimiento de la deuda exigen un proceso de consolidación de las finanzas públicas en España 59
- 1.14 Los desequilibrios exteriores continúan corrigiéndose apoyados por la capacidad de financiación y el crecimiento nominal de la economía española 60
- 2.1 El crédito al sector privado residente español descendió en 2023 de forma generalizada por sectores y entidades, si bien moderó su caída en la parte final del año 75
- 2.2 El importe de crédito nuevo concedido en 2023 descendió moderadamente para las sociedades no financieras y de forma más marcada en el segmento de hogares 76
- 2.3 El crédito problemático empeoró su evolución en 2023: se frenó el descenso de los dudosos y se incrementaron los préstamos en vigilancia especial, sobre todo por la evolución adversa de los hogares 78
- 2.4 En el último año se incrementaron los flujos de entrada en las categorías de crédito dudoso y en vigilancia especial, en términos tanto absolutos como relativos 80
- 2.5 Continúa la tendencia descendente en la proporción del crédito reestructurado y refinanciado a hogares y sociedades no financieras, aunque se concentra en las exposiciones no dudosas 81
- 2.6 El peso relativo de los activos financieros en el extranjero se incrementó en 2023 83
- 2.7 La ratio de dudosos se incrementó en el conjunto del crédito en el extranjero, debido en parte a su evolución en Estados Unidos y a pesar de la mejora en otras áreas, especialmente en Turquía 84
- 2.8 La normalización de la política monetaria ha reducido la exposición directa al Eurosistema en el balance de los bancos europeos 85
- 2.9 Los tipos de interés en los mercados monetarios y el coste de la deuda interbancaria se incrementaron solo moderadamente en la segunda mitad de 2023, ante la estabilización de los tipos de interés oficiales 86
- 2.10 Las emisiones de deuda del sector bancario han continuado creciendo, apoyadas por la elevada demanda inversora, y su coste se ha estabilizado en la segunda mitad de 2023 88
- 2.11 El coste medio del pasivo creció significativamente en 2023 impulsado por el encarecimiento de las distintas fuentes de financiación bancaria 89
- 2.12 En 2023 aumentó la remuneración de los depósitos en España y su grado de heterogeneidad entre entidades, especialmente en los depósitos a empresas no financieras 90
- 2.13 Las entidades españolas mantienen una sólida posición de liquidez a pesar del endurecimiento de la política monetaria 90
- 2.14 El resultado consolidado creció un 28 % en 2023, impulsado principalmente por el margen de interés y, en términos geográficos, por la fortaleza del negocio en México y en España 92
- 2.15 El notable aumento del margen de intereses en 2023 se debió fundamentalmente a la ampliación de los márgenes unitarios en las distintas áreas de negocio bancario 93
- 2.16 El peso de los intereses procedentes de bancos centrales ha aumentado en 2023, aunque hogares y empresas siguen siendo la principal contraparte generadora del margen de intereses 94
- 2.17 El crecimiento del margen de intereses en Europa y Estados Unidos parece agotarse ante el final del ciclo alcista de los tipos de interés 95

- 2.18 Las pérdidas por deterioro, tanto a nivel consolidado como en los negocios en España, aumentaron en el último año, y se observa una relación positiva entre ellas y el margen de intereses 96
- 2.19 Los eventos de conducta siguen preponderando en las pérdidas brutas por riesgo operacional, que han aumentado en 2023 97
- 2.20 El aumento de los resultados se ha traducido en una mayor distribución de beneficios y esta se sitúa en niveles relativamente elevados en relación con los activos ponderados por riesgo 98
- 2.21 La ratio de CET1 de los bancos españoles se incrementó muy moderadamente en 2023 100
- 2.22 El activo total del sector financiero no bancario se ha estabilizado tras los descensos iniciados a comienzos de 2022, con un comportamiento más expansivo de los fondos de inversión 101
- 2.23 La cuota de crédito de los EFC en el conjunto del sistema (EFC y ED) creció moderadamente el último año, así como su ratio de activos problemáticos 103
- 2.24 Las interconexiones directas entre el sector bancario y el resto de sectores financieros se redujeron solo ligeramente en 2023 104
- 2.25 En 2023 aumentaron de forma moderada las tenencias comunes de valores negociables de los bancos con otros sectores financieros 104
- 2.26 En 2023 se produjo una notable recuperación en el valor de los principales criptoactivos 105
- 3.1 Las valoraciones de riesgos sistémicos en los mercados financieros se encuentran en niveles muy reducidos 115
- 3.2 El riesgo de liquidez de la financiación bancaria sigue tensionado por el aumento del coste de refinanciación de las operaciones a corto plazo 116
- 3.3 La brecha de crédito-PIB ha ralentizado su tendencia descendente, mientras que la brecha de producción se consolida en valores alrededor del equilibrio 117
- 3.4 Los indicadores de desequilibrio en los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2023, a pesar de estar contenidos por el crecimiento de la renta per cápita 118
- 3.5 El crédito nuevo a empresas no financieras y hogares se estabilizó a finales de 2023, con los factores de oferta y demanda operando en sentidos opuestos 119
- 3.6 Los diferenciales con respecto a los tipos de referencia han aumentado en los préstamos a empresas no financieras y, de forma más moderada, en las hipotecas a hogares, mientras que los plazos de concesión de crédito se reducen ligeramente 120
- 3.7 Continúa la reducción del apalancamiento en las nuevas hipotecas, aunque su carga financiera aumenta en promedio por las subidas de los tipos de interés 121
- T.1 Pese a ser responsables de los mayores impactos, los ciberincidentes con origen malicioso representan un porcentaje reducido del total de ciberincidentes reportados 143
- T.2 El coste estimado del cibercrimen a nivel mundial se ha incrementado cerca de un orden de magnitud en los últimos cinco años y se espera que esta tendencia creciente se mantenga 146
- T.3 El sector financiero continúa siendo, a escala global, uno de los que más ciberincidentes tiene. El número anual de ciberincidentes reportado en el sector financiero sigue una tendencia creciente, habiendo visto duplicado su número entre 2018 y 2022 148
- T.4 El coste medio de los ciberincidentes con filtración de datos es el segundo más alto a escala global para el sector financiero, solo superado por el sector sanitario 149

## ÍNDICE DE ESQUEMAS

|     |                                                                                  |     |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1   | Principales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera            | 16  |
| 3.1 | Desarrollos regulatorios destacados de relevancia para la estabilidad financiera | 124 |
| T.1 | Principales elementos del reglamento DORA                                        | 152 |
| T.2 | Marcos de coordinación de autoridades frente a los ciberriesgos                  | 156 |

## ÍNDICE DE CUADROS

|    |                                                                  |     |
|----|------------------------------------------------------------------|-----|
| A1 | Balance consolidado entidades de depósito                        | 163 |
| A2 | Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada entidades de depósito | 164 |

## ÍNDICE DE RECUADROS

- 1.1 El impacto de la incertidumbre en la actividad económica 62
- 1.2 La vulnerabilidad del endeudamiento público elevado en el contexto de la reforma del marco europeo de gobernanza económica 66
- 2.1 Análisis de la capacidad de resistencia del sector bancario frente a perturbaciones de origen inmobiliario residencial 106
- 3.1 Análisis de sensibilidad de la carga financiera bancaria de las empresas de actividades inmobiliarias y construcción 130





## PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA



Desde la publicación del pasado Informe de Estabilidad Financiera (IEF), se ha observado, en conjunto, una cierta contención de los riesgos identificados y una moderación de las vulnerabilidades. No obstante, una posible escalada de las tensiones geopolíticas —asociadas, en particular, con la guerra en Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo— se mantiene como el principal riesgo para la actividad económica y la estabilidad del sistema financiero español.

A pesar de estas tensiones y del tono restrictivo de las políticas monetarias, las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza desde el otoño como consecuencia de algunas sorpresas positivas, que han afectado, en particular, a Estados Unidos. Sin embargo, el área del euro ha mostrado un comportamiento relativamente débil y sus perspectivas de crecimiento han empeorado.

Por su parte, el descenso de la inflación general y subyacente en las economías avanzadas, incluyendo en particular el área del euro, ha llevado a los mercados financieros a adelantar e intensificar las expectativas de relajación de sus políticas monetarias, con la consiguiente reducción de los tipos de interés esperados tanto a corto como a largo plazo. No obstante, estas expectativas de tipos de interés se han corregido parcialmente al alza desde principios de año, reflejando la incertidumbre sobre el proceso desinflacionario. A este respecto, las autoridades monetarias de las principales economías desarrolladas han venido señalizando que la primera reducción de los tipos de interés podría estar próxima, pero han seguido enfatizando la dependencia de sus decisiones de los datos.

Las primas de riesgo permanecen en niveles históricamente reducidos desde la publicación del anterior IEF, especialmente teniendo en cuenta el contexto de incertidumbre macroeconómica, y han descendido en algunas categorías de activos. En este contexto, un repunte de la aversión al riesgo de los agentes ante un cambio de su percepción del entorno de incertidumbre podría producir una corrección abrupta e intensa de los precios de los activos financieros con riesgo.

Por su parte, la evolución positiva de las rentas y la reducción del endeudamiento del sector privado no financiero en España han contribuido a mejorar su posición financiera. La vulnerabilidad relativa al elevado endeudamiento público se mantiene, no obstante, en un nivel alto.

Respecto a la capacidad de intermediación financiera, el sector bancario español ha presentado una evolución muy favorable de su rentabilidad en 2023, impulsada por el crecimiento del margen de intereses. La subida acumulada de los tipos de interés oficiales desde 2022 ha redundado en el progresivo incremento del rendimiento medio del activo, mientras que se ha trasladado con mayor lentitud al coste medio del pasivo, al tiempo que el sector ha mantenido posiciones de liquidez y financiación holgadas.

## Principales riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a En este Informe se definen en **las vulnerabilidades** como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de **los riesgos para la estabilidad financiera**. Estos, a su vez, se identifican 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.
- b Los riesgos y las vulnerabilidades que aparecen en este esquema se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja un nivel medio y el rojo un nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.

La reciente moderación de los tipos de interés en el mercado monetario ha conducido al agotamiento de las subidas de los tipos de interés en las nuevas operaciones de crédito. En cambio, ha continuado el trasvase de depósitos a la vista a depósitos a plazo y la mejora de la remuneración media de estos últimos, dentro de niveles moderados. En este contexto, se ha detectado una oferta de crédito algo más dinámica en la parte final de 2023. Por su parte, la evolución de la calidad crediticia en España, en concreto en el segmento de hogares, ha sido menos favorable el último año, aunque los deterioros observados han sido muy limitados.

La dinámica expansiva de la rentabilidad bancaria no ha redundado en un fortalecimiento significativo de la solvencia del sector, habiendo mejorado su ratio de CET1 solo muy moderadamente en 2023, a diferencia de lo ocurrido en otros países de nuestro entorno, con lo que la distancia que nos separaba de ellos se ha ampliado. En conjunto, continúa vigente la recomendación de hacer uso del actual comportamiento favorable de los beneficios para reforzar la capacidad de absorber el impacto de potenciales perturbaciones macrofinancieras futuras, en particular en un contexto en el que se mantienen riesgos a la baja para el crecimiento económico.

A continuación se exponen con mayor detalle los principales riesgos<sup>1</sup> para la estabilidad del sistema financiero español.

<sup>1</sup> Los riesgos para la estabilidad financiera se definen como las variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

Gráfico 1  
Shock de incertidumbre en el PIB (a)

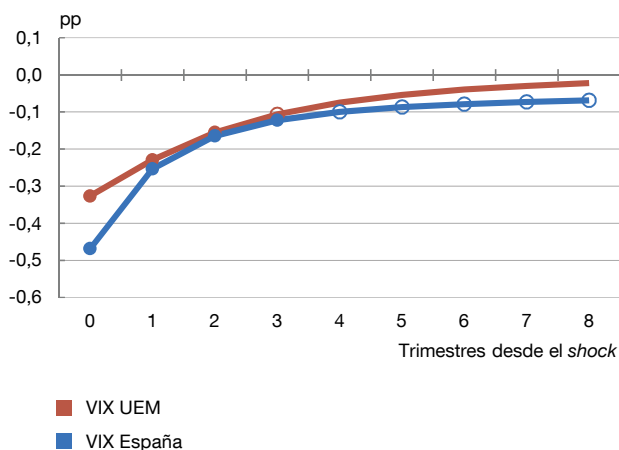
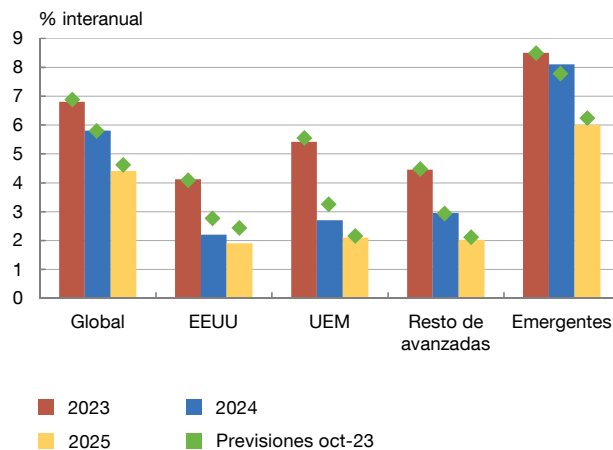


Gráfico 2  
Previsiones de inflación del FMI (b)



FUENTES: Chicago Board Options Exchange (CBOE), Factiva DJ, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

- a El gráfico muestra respuestas a un *shock* positivo de una desviación estándar en el VIX. Los círculos llenos (vacíos) indican significatividad estadística al 5 (10)%; línea sólida, sin significación estadística. El modelo VAR para el caso de España incluye las siguientes variables: el índice EPU, el diferencial con los bonos soberanos alemanes a diez años, el crecimiento intertrimestral del PIB y la inflación; el VIX se incluye como variable exógena en primera posición, imponiendo que su ecuación no dependa de las otras variables retrasadas, sino solo de su propia historia. En el caso del área del euro, se estima el mismo modelo, solo que se considera el diferencial entre los bonos alemanes y los de EEUU como *proxy* del *spread* europeo.
- b Las barras representan las previsiones más recientes de enero, del FMI World Economic Outlook January Update 2024. Los rombos se corresponden con las previsiones anteriores, del FMI World Economic Outlook October 2023.

## R1. Riesgos geopolíticos

Los conflictos militares en Ucrania y Oriente Próximo continúan siendo focos de tensión geopolítica elevada y, a pesar de que su escala se mantiene contenida, constituyen una fuente de incertidumbre de difícil cuantificación.

En el caso del conflicto en Oriente Próximo, se han observado algunos episodios de extensión regional de las tensiones. Esto ha afectado de forma destacada al tráfico marítimo a través del mar Rojo, alargando las rutas comerciales, principalmente entre Asia-Pacífico y Europa. Todo ello ha llevado a unos mayores plazos de entrega de algunos productos y a un aumento generalizado de los costes del transporte marítimo. Si bien el impacto económico de estos episodios es, por ahora, limitado, no puede descartarse que un agravamiento del conflicto, en particular si llega a afectar al tráfico a través del estrecho de Ormuz, acabe perturbando de manera más intensa a la economía global.

Se mantiene así el potencial de las tensiones geopolíticas para perturbar negativamente el comercio de energía y de otras materias primas —y de forma más general el tráfico de mercancías— y para provocar descensos abruptos de los precios de los activos financieros con riesgo. En la medida en que estas tensiones se traduzcan en un mayor grado de incertidumbre económica, su impacto sobre la actividad podría ser significativo (véase gráfico 1), como se estudia en mayor detalle en el recuadro 1.1. Hasta el momento, no se han observado, sin embargo, señales de una materialización significativa de estos riesgos.

En particular, los precios del gas natural han experimentado importantes descensos desde octubre de 2023, y los del petróleo muestran niveles relativamente contenidos a pesar del incremento observado desde inicios de diciembre del pasado año. Los niveles de precios del gas son muy inferiores a los observados antes del inicio de la invasión rusa de Ucrania, mientras que los del petróleo son algo superiores a los de esas fechas. La evolución de la demanda mundial de energía, la mayor actividad de *fracking* y la mayor producción de crudo en países fuera de la OPEP+ habrían contribuido a esta contención.

Asimismo, el análisis global de los riesgos geopolíticos requiere seguir monitorizando con atención las tensiones entre China y Estados Unidos, con ramificaciones de particular importancia para toda la región de Asia-Pacífico y para el comercio mundial de bienes tecnológicos. A nivel global, los distintos procesos electorales relevantes en 2024 representan también un cierto factor de incertidumbre sobre la evolución del contexto geopolítico.

Se mantiene también como riesgo específico la posibilidad de intensificación de ciberataques a escala global. En este sentido, el presente informe incluye un capítulo temático sobre las dimensiones individuales y sistémicas de los ciberriesgos, así como sobre las iniciativas reguladoras y supervisoras surgidas en el contexto europeo y global para proteger al sistema financiero frente a los mismos.

## **R2. Riesgo de inflación más elevada y persistente**

La inflación del área del euro descendió de forma notable en los últimos doce meses, registrando una tasa interanual<sup>2</sup> del 2,4 % en marzo de 2024, frente al 6,9 % del mismo mes de 2023. A este descenso, que ha resultado ser mayor que el anticipado el pasado otoño, ha contribuido no solo la reducción de los precios energéticos, sino también el descenso de la inflación subyacente<sup>3</sup> (2,9 % en marzo de 2024, frente al 5,7 % un año antes), lo que refleja en buena medida el endurecimiento de la política monetaria, y también la relajación de las tensiones en las cadenas de suministro. La inflación del sector servicios ha mostrado mayor resistencia a la reducción que la de los bienes industriales no energéticos, de la misma forma que durante la etapa de presiones inflacionarias presentó mayor resistencia al aumento.

Con respecto al anterior IEF, las previsiones de los bancos centrales continúan apuntando a un descenso gradual de la inflación hacia el entorno del 2 % a medio plazo, tanto en el conjunto del área del euro como en España. No obstante, este objetivo se alcanzaría ya en 2025, mientras que durante 2024 el proceso de reducción de la inflación sería algo más lento por la desaparición de los efectos base favorables vinculados a la energía y de algunas de las medidas fiscales temporales que se introdujeron para limitar el impacto de las subidas de los precios de la energía y los alimentos en la cesta de la compra, así como por la mayor persistencia histórica de la inflación de servicios.

---

<sup>2</sup> Crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC).

<sup>3</sup> Excluyendo los componentes de energía, alimentos, alcohol y tabaco.

En lo que se refiere a estas proyecciones, los factores geopolíticos continúan siendo una fuente relevante de riesgos al alza sobre la inflación, principalmente por su potencial efecto sobre los precios de la energía, pero también sobre otras materias primas, como las alimenticias. También sobre el coste del transporte de mercancías y la fragmentación comercial y financiera. No obstante, como ya se ha mencionado, los precios energéticos no se han visto por el momento tensionados a pesar de los desarrollos adversos en el escenario político y militar de Oriente Próximo.

Los mercados laborales del área del euro muestran todavía un comportamiento muy dinámico, con una holgura reducida, y los salarios continúan experimentando un crecimiento robusto, que está permitiendo a los trabajadores recuperar progresivamente el poder adquisitivo perdido en los años previos. Se espera que continúe este proceso en los próximos años. Un incremento de los salarios superior al estimado, en base a las tendencias actuales, continúa siendo una fuente de riesgo al alza para la inflación.

En sentido contrario, una materialización de los riesgos a la baja sobre el crecimiento, en un entorno en el que persisten señales de debilidad de la demanda global, o un potencial mayor impacto de la política monetaria podrían dar lugar a una inflación más baja que la proyectada. En conjunto, el balance de riesgos sobre la inflación aparece equilibrado.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales desde la fecha de publicación del anterior IEF, si bien ha subrayado en su comunicación la buena evolución de la inflación general y subyacente y la fortaleza de la transmisión de la política monetaria, y los mercados esperan una reducción de los tipos de interés en el área del euro en junio y entre tres y cuatro en el conjunto de 2024.

Este escenario de reducción de la inflación es compartido a nivel global (véase gráfico 2). En particular, las expectativas para Estados Unidos sitúan su tasa de inflación ya en 2024 en el entorno del 2 %, lo que contribuye a su vez a expectativas de reducción del nivel actual de sus tipos de interés de política monetaria. Dada la posición central de este país en el sistema financiero internacional, esta evolución de su política monetaria favorecería una cierta relajación de las condiciones financieras globales. No obstante, Estados Unidos mantiene un crecimiento de su PIB más dinámico que el de otras economías avanzadas, impulsado por una política fiscal expansiva, y los datos más recientes de inflación han presentado algunas sorpresas al alza en un contexto en el que la tasa de paro permanece en niveles muy reducidos. De este modo, persisten ciertos elementos de riesgos sobre la inflación de este país.

Por su parte, el debilitamiento del crecimiento en China, vinculado en alguna medida a los problemas de su mercado inmobiliario, puede contribuir a través de distintos canales financieros y comerciales a una menor inflación en otras economías. En particular, un mayor freno de su economía debilitaría la demanda global de materias primas y las presiones sobre sus precios.

Las expectativas de los mercados financieros sobre las sendas futuras de los tipos de interés se han ajustado a la baja desde la publicación del último IEF (véase gráfico 3), lo que es

Gráfico 3  
Expectativas de los tipos de interés a corto y largo plazo (a) (b)

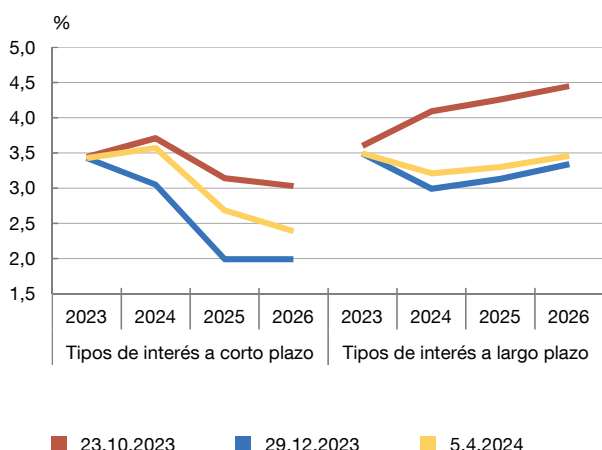
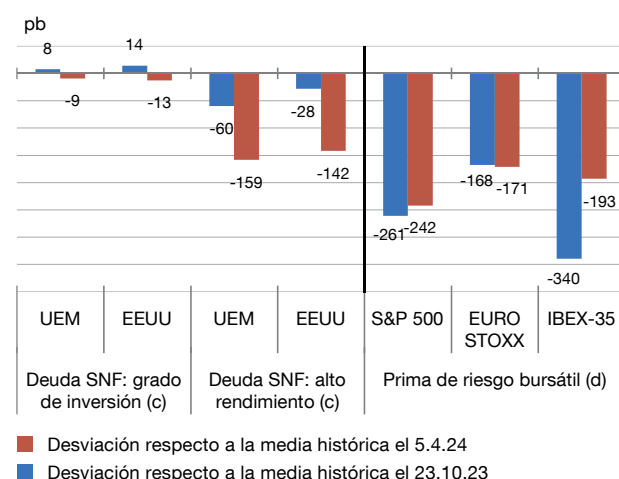


Gráfico 4  
Primas de riesgo (b)



FUENTES: Banco Central Europeo, Refinitiv Datastream y Banco de España.

- a Para el período de proyección, estos valores constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Dichos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.
- b La fecha del 23.10.23 se corresponde con la de cierre del pasado IEF.
- c Diferenciales respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. La media histórica, referida al período 1998-2024, es 78 pb en la UEM y 131 pb en EEUU para los bonos IG. Para los bonos HY es 452 pb en la UEM y 444 pb en EEUU.
- d La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas (véase Russell J. Fuller y Chi-Cheng Hsia. (1984). "A Simplified Common Stock Valuation Model". *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56). La media histórica, referida al período 2006-2024, es 494 pb para el S&P 500, 658 pb para el EURO STOXX y 781 pb para el IBEX-35.

consistente con la reducción de las presiones sobre la inflación. No obstante, la evolución más reciente muestra una reversión parcial de las expectativas de reducción de los tipos de interés (véase gráfico 3).

### R3. Incremento de la aversión al riesgo de los agentes económicos

Las primas de riesgo bursátiles y de la deuda corporativa se sitúan en niveles históricamente bajos y, además, han disminuido para algunas categorías de activo en el período transcurrido desde la publicación del anterior IEF (véase gráfico 4). Los mercados financieros muestran un grado muy reducido de aversión al riesgo<sup>4</sup>, a pesar del contexto de elevada incertidumbre geopolítica y de unas expectativas de bajo crecimiento económico a nivel global.

De esta manera, la persistencia del desalineamiento de la valoración de activos financieros con riesgo y los fundamentales macroeconómicos también eleva la probabilidad de que se produzca un incremento de la aversión al riesgo de los agentes. Esto podría amplificar el

4 Para los propósitos de este análisis, se utiliza el término «aversión al riesgo» de forma amplia, esto es, como la menor voluntad de los agentes a asumir riesgo, tanto por una estimación más pesimista de la probabilidad futura de escenarios macrofinancieros adversos como por la menor preferencia por (o mayor coste de) decisiones que puedan generar pérdidas. No se aplica una definición estricta exclusivamente referida a las preferencias de los agentes.

endurecimiento adicional de los costes de financiación y proporcionar incentivos a los agentes para posponer o reducir sus planes de consumo e inversión. El alza de las primas de riesgo no afectaría solo a los instrumentos financieros negociados, sino que también podría alcanzar a la oferta de crédito bancario.

El principal desencadenante de la materialización de este riesgo sería el posible viraje de los agentes hacia una percepción más negativa de las sendas de crecimiento e inflación. Como ya se discutía en el IEF anterior, la presencia de valoraciones elevadas en un contexto de incertidumbre como el actual puede hacer que estas sean más frágiles ante *shocks* de distinta magnitud y provocar correcciones más abruptas y elevadas si las percepciones se tornan más pesimistas. Aunque las señales de valoraciones elevadas son más claras en Estados Unidos que en otras economías avanzadas, una eventual corrección de los precios en los mercados financieros norteamericanos afectaría previsiblemente a otras economías como consecuencia del elevado grado de interconexiones globales.

En estos escenarios más adversos, las potenciales ventas aceleradas de activos por parte de algunos intermediarios financieros, como los fondos de inversión internacionales de carácter abierto, con unas posiciones poco líquidas o con un elevado grado de apalancamiento, podrían intensificar los descensos en los precios de algunos activos.

#### **R4. Riesgo a la baja sobre el crecimiento económico**

El crecimiento de la actividad económica mundial ha sido algo más dinámico de lo esperado en el período transcurrido desde la publicación del anterior IEF, con las sorpresas positivas concentradas en Estados Unidos, China y algunas economías emergentes. Las perspectivas de evolución de la actividad manufacturera han mejorado en el primer trimestre de 2024 a nivel global, con la excepción del área del euro, y se observa también una cierta recuperación del sector servicios en las principales áreas económicas (véase gráfico 5).

En el área del euro, la actividad mantuvo un tono de debilidad en la segunda mitad de 2023, y se espera una recuperación lenta y gradual a lo largo de 2024, inferior a la prevista el otoño pasado, con un crecimiento que se mantendría en cualquier caso en tasas reducidas en el medio plazo. Algunas de las principales economías del área se contrajeron o presentaron tasas bajas de crecimiento el año pasado (–0,3 % en el caso de Alemania y 0,9 % en Francia), y no se espera una aceleración marcada de su actividad económica para 2024.

El PIB de la economía española creció en 2023 un 2,5 %, significativamente por encima de la media del 0,4 % para el conjunto del área del euro y también por encima de lo esperado. Entre los factores que han apoyado este crecimiento está la favorable evolución de la demanda exterior y de la renta de los hogares, ligada esta última a la creación de empleo —que ha sido determinante en el fuerte aumento de la inmigración registrado— y a la recuperación del poder adquisitivo de los salarios. La información más reciente apunta a una cierta moderación en el primer trimestre de 2024, en un contexto de debilidad de la actividad económica de nuestros

Gráfico 5  
Evolución de la actividad económica (a)

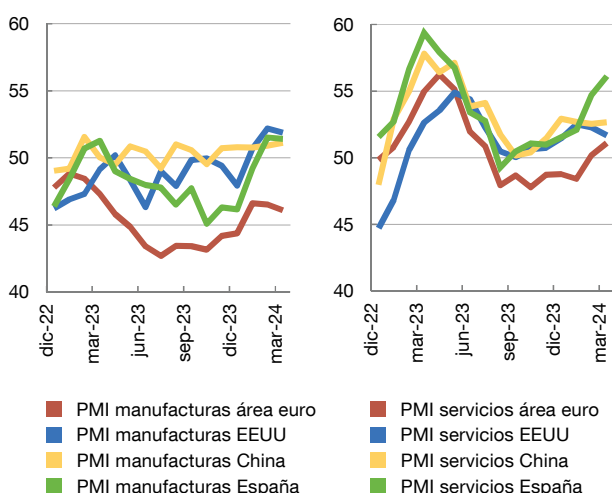
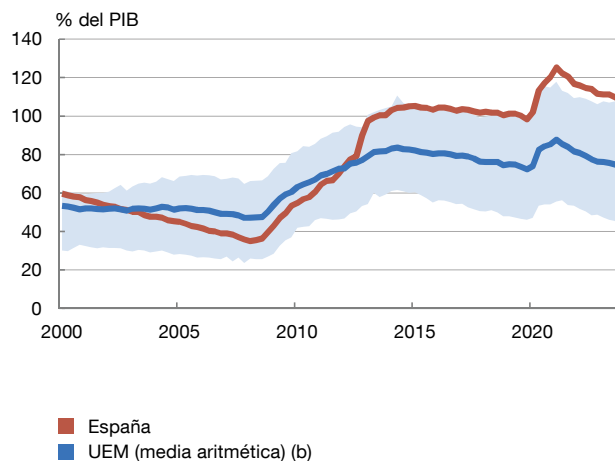


Gráfico 6  
Deuda pública española en el contexto europeo



FUENTES: Estadísticas nacionales, Intervención General de la Administración del Estado, S&P Global y Banco de España.

- a El índice PMI de gestores de compras es un indicador cualitativo que recoge, a partir de encuestas, la variación de la actividad económica con respecto al mes anterior, indicando un aumento (reducción) cuando se sitúa por encima (debajo) del valor 50.
- b El área sombreada en azul representa los percentiles 25 y 75 de la distribución de ratios de endeudamiento público en la UEM.

principales socios comerciales. Aun así, se anticipan crecimientos por encima del potencial en el horizonte 2024-2026.

Como en el caso de la economía mundial, los riesgos para el crecimiento del PIB en España continúan orientados a la baja. La potencial intensificación de las tensiones geopolíticas globales, mencionadas más arriba, se mantiene como la principal fuente de incertidumbre.

Adicionalmente, la contracción del mercado inmobiliario en China continúa siendo un elemento de preocupación a nivel global. Una desaceleración abrupta de esta economía podría reducir el crecimiento del resto de principales economías, sobre todo a través del canal comercial, y aumentar el nivel de incertidumbre sobre la evolución económica mundial, lo que podría afectar a los mercados financieros globales.

En este contexto, las principales vulnerabilidades<sup>5</sup> de la economía y del sistema financiero español incluyen:

#### V1. Nivel elevado de endeudamiento público

El déficit público en España se situó en el 3,6 % del PIB en 2023, 1,1 puntos porcentuales (pp) por debajo de la cifra registrada en 2022. La ratio de deuda pública sobre PIB se redujo en

<sup>5</sup> 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.

casi 4 pp, hasta el 107,7 %, apoyada en el fuerte avance del PIB nominal. Este nivel de endeudamiento público es notablemente inferior al máximo alcanzado tras el inicio de la pandemia (125,3 % en marzo de 2021), pero todavía superior al vigente al inicio de la misma (98,2 % en diciembre de 2019), y elevado en relación con otros países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (véase gráfico 6).

El coste medio de las nuevas emisiones de deuda en 2023 alcanzó el 3,4 %, 2,1 pp por encima de su nivel de 2022. Este incremento se concentró especialmente en los instrumentos con un plazo más corto. No obstante, el coste medio de las emisiones más recientes (3,3 % en febrero de 2024) se ha situado por debajo de los máximos de 2023 (3,9 % en octubre), reflejando las expectativas de menores tipos de interés de la política monetaria.

Debido a que la vida media de la deuda pública española es elevada (próxima a los ocho años) y a que están venciendo emisiones de hace una década, con tipos de interés mucho más elevados que los actuales, el incremento del coste de las nuevas emisiones se traslada solo progresivamente al coste medio del saldo. Los menores intereses devengados en los bonos indicados a la inflación también compensaron en parte el año pasado el impacto del mayor coste de las nuevas emisiones. En concreto, desde 2021 el coste medio del saldo aumentó solo en 0,4 pp, alcanzando el 2,3 %.

En ausencia de las medidas de consolidación que requerirá el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas, las proyecciones del Banco de España siguen contemplando para los próximos años una senda moderadamente creciente del coste medio y del nivel de la deuda pública. Así, este coste medio se elevaría en aproximadamente 0,3 pp en los próximos tres años, hasta situarse en el 2,6 % en 2026. A la mayor carga financiera se unirán otras presiones hacia un mayor gasto público, impulsado por factores como el envejecimiento de la población, las necesidades de inversión asociadas al cambio climático, la digitalización y el gasto en defensa. De esta forma, la ratio de deuda pública sobre PIB crecería 0,7 pp hasta 2026, situándose en el 108,4 %.

De acuerdo con estas expectativas, sigue vigente el diagnóstico de que el endeudamiento público representa una vulnerabilidad significativa para la economía española. El espacio fiscal reducido puede dificultar la absorción de nuevas perturbaciones sobre nuestra economía, ya sean de naturaleza real o financiera. Y un nivel alto de endeudamiento público puede hacer más sensible el coste de emisión a cambios en los mercados financieros sobre las expectativas de evolución de los tipos de interés oficiales o de la percepción de los riesgos.

Por todo lo anterior, y teniendo también en cuenta la posición cíclica de la economía española, es necesario comenzar en 2024 un proceso de consolidación fiscal. La composición de este ajuste debe ser, además, lo más favorable posible al crecimiento potencial de la economía. En este sentido, el cumplimiento estricto de las nuevas reglas fiscales de la Unión Europea (UE) constituye un buen marco en el que basar dicho proceso.

Gráfico 7

Ratio de endeudamiento y pagos por intereses de hogares y empresas

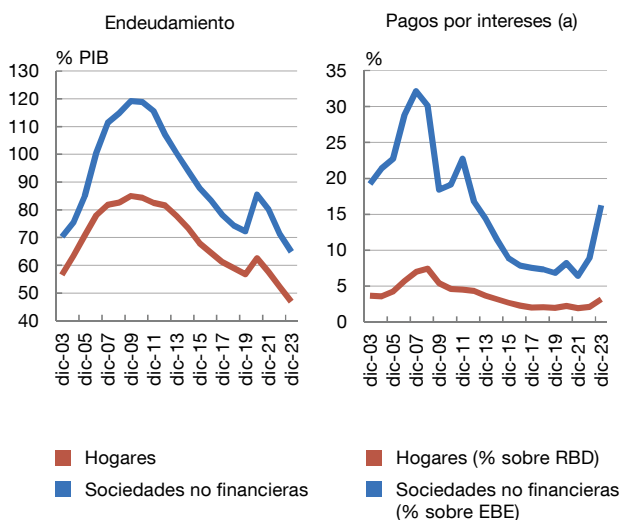
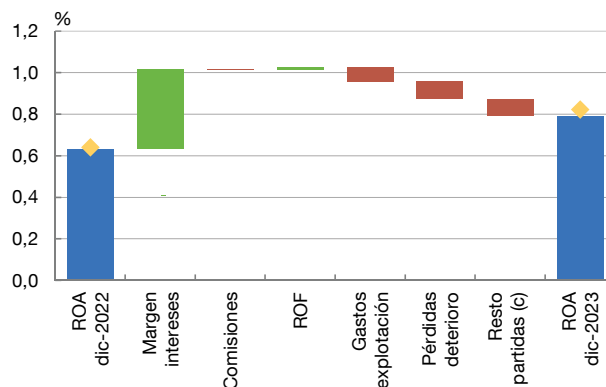


Gráfico 8

Descomposición de la variación del resultado bancario. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los pagos por intereses son trimestrales y no están ajustados por la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) ni están ajustados de estacionalidad. La renta bruta disponible (RBD) y el excedente bruto de explotación (EBE) son trimestrales y desestacionalizados.
- b El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2023 respecto a diciembre de 2022. Los rombos amarillos muestran el ROA excluyendo el resultado extraordinario en 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca en 2023 (-1,3 mm de euros).
- c Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.

## V2. Debilidad financiera de empresas no financieras y hogares

Los resultados de las empresas no financieras se estabilizaron en el segundo semestre de 2023, frente a los crecimientos de trimestres previos. Al crecimiento de los mismos durante el año contribuyó tanto la expansión de la facturación como de los márgenes. En relación con los segundos, el mayor crecimiento salarial se vio compensado por la moderación del resto de los costes de producción (energía, otras materias primas, etc.). El avance de los resultados fue generalizado por sectores de actividad.

Las empresas españolas continuaron también durante el último año con un proceso intenso de reducción de su deuda, con caídas interanuales algo superiores al 1 % de la financiación total —préstamos más valores de renta fija e incluyendo crédito exterior— en febrero de 2024. Este descenso ha venido impulsado en parte por la amortización de préstamos en vigor, como los obtenidos durante la pandemia al amparo del programa de avales del Gobierno. La minoración de la deuda y el avance de las rentas permitió situar la ratio de endeudamiento sobre PIB de las empresas no financieras en el 65 % en diciembre de 2023, 6,4 pp por debajo de su nivel a finales de 2022. Esta ratio de endeudamiento no se observaba en España desde 2002 y es casi 3 pp inferior al del promedio de la UEM (véase panel izquierdo del gráfico 7).

A pesar de la evolución positiva de los resultados empresariales y del menor endeudamiento, los mayores tipos de interés continúan presionando al alza el coste medio de la deuda y la

carga financiera de las empresas no financieras. En particular, la ratio de carga financiera (gastos por intereses sobre excedente bruto de explotación) se situaba en diciembre de 2023 en el 16,3 %, 7,3 pp por encima de su nivel un año antes y 9,8 pp superior con respecto a diciembre de 2021 (véase panel derecho del gráfico 7). Por su parte, el porcentaje total de empresas con presión financiera elevada, esto es, que no pudieron cubrir los pagos por intereses de su deuda con sus resultados antes de gastos financieros, se habría elevado moderadamente en el último año de acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España<sup>6</sup>.

El descenso de los tipos de interés de referencia desde finales de 2023 y las expectativas de que este proceso continúe en 2024 podrían conducir a revisiones a la baja del tipo de interés en los préstamos empresariales a tipo variable, que representan en torno al 70 % del total de préstamos a este sector. En todo caso, los tipos de interés permanecerían en 2024 en unos niveles sensiblemente superiores a los vigentes antes del ciclo de endurecimiento monetario, lo que contribuirá a mantener cierto grado de presión financiera.

En el caso de los hogares, el crecimiento del empleo y de los salarios en el segundo semestre de 2023 continuó sosteniendo el aumento de las rentas. En el conjunto del año pasado, la renta bruta disponible (RBD) real por hogar creció en el entorno del 5,5 %, aunque aún se situaba un 1,1 % por debajo del nivel previo a la pandemia. Este aumento de la renta, junto con la reducción de los niveles de deuda del sector, permitió situar la ratio de deuda sobre PIB en el 47 % en diciembre de 2023, unos 5,5 pp por debajo de su nivel en el mismo trimestre de 2022. Esta cifra representa además el nivel más bajo de esta ratio desde 2002 (véase panel izquierdo del gráfico 7), situándose también 4 pp por debajo de la media europea.

A pesar de este desarrollo favorable del nivel de endeudamiento de los hogares, las familias con deuda a tipo variable han seguido experimentando aumentos de los gastos por intereses hasta finales de 2023. No obstante, estos han sido compensados en buena medida por el crecimiento de las rentas, de modo que la ratio agregada de carga financiera de los hogares se habría incrementado solo 1,1 pp en 2023, situándose en un 3,2 % en diciembre de 2023 (véase panel derecho del gráfico 7).

El aumento de las rentas ha contenido también el incremento de la proporción de hogares con una carga financiera bruta elevada —superior al 40 % de la renta del hogar—. De acuerdo con los análisis de simulación del Banco de España<sup>7</sup>, este incremento se habría limitado a 0,7 pp entre 2020 y el tercer trimestre de 2023, lo que situaría al 11,2 % de los hogares endeudados en esta posición financiera vulnerable. El efecto de la inflación sobre el coste de los consumos esenciales —alimentos y energía— habría presionado adicionalmente la capacidad de los hogares para afrontar sus gastos financieros.

<sup>6</sup> Véanse el capítulo 1 de este Informe y el recuadro 2 del “Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.” Banco de España (2024).

<sup>7</sup> Basados en los datos granulares de la Encuesta Financiera de las Familias, cuya última ola corresponde al año 2020. La simulación se apoya en la evolución agregada de los tipos de interés y de la RBD, aplicada sobre estos datos granulares.

Al igual que en el caso de las empresas no financieras, la transmisión de las subidas de los tipos de interés de política monetaria al coste medio de los saldos vivos de préstamos de los hogares españoles estaba prácticamente completada a finales de 2023. Del mismo modo, la reducción desde octubre de los tipos de interés de referencia y el descenso adicional previsto de acuerdo con las expectativas de los mercados supondrán en 2024 una reducción de los costes por intereses vinculados a estos saldos, en particular en las hipotecas a tipo variable<sup>8</sup>. En cualquier caso, los tipos de interés de referencia se situarán de manera previsible en 2024 significativamente por encima del nivel previo al ciclo de endurecimiento monetario, lo que hará permanecer en un nivel relativamente alto el coste de los hogares para acceder a nuevo crédito o renovar importes vencidos.

Finalmente, el recurso de los hogares a los programas de Códigos de Buenas Prácticas (CBP)<sup>9</sup> permanece limitado, de forma consistente con los elementos de resiliencia financiera de los hogares que se han identificado.

### V3. Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero

Los beneficios del sector bancario español crecieron de forma significativa en 2023, confirmando la evolución favorable observada en el primer semestre del año. En conjunto, las rentabilidades sobre el total activo (ROA, por sus siglas en inglés) y sobre el capital (ROE, por sus siglas en inglés) se situaron en el 0,8 % y el 12,4 %, respectivamente, 15 puntos básicos (pb) y 230 pb superiores a las registradas en el cierre de 2022.

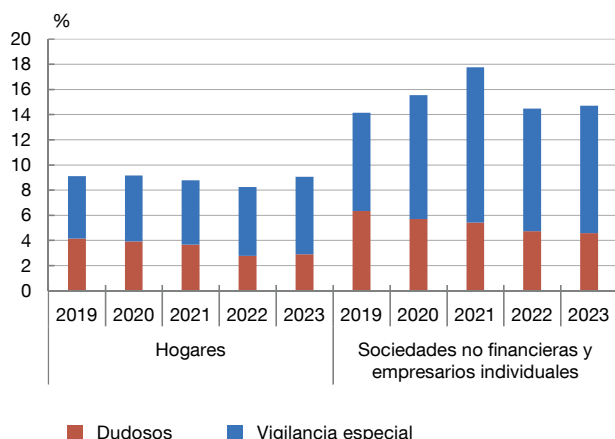
El principal impulso de los resultados bancarios se originó en el crecimiento del margen de intereses (véase gráfico 8), que aumentó un 22,4 % en 2023, apoyado fundamentalmente en los mayores márgenes unitarios. El coste del pasivo de las entidades creció en el último año en 1,4 pp (de los que solo 0,3 pp corresponden al segundo semestre de 2023) y se situó a su cierre en el entorno del 2,6 % a nivel consolidado. No obstante, la traslación del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de activo ha continuado siendo más intensa que a los de pasivo, sosteniendo así el aumento de los márgenes unitarios.

La coyuntura del actual ciclo de subida de tipos de interés limitaría las posibilidades de crecimiento adicional del margen de intereses a través de la traslación de las subidas de los tipos de referencia. De hecho, los datos más recientes muestran un agotamiento de las subidas de tipos de interés en las nuevas operaciones de crédito en España, con leves descensos en algunos segmentos. Además, tanto para los bancos de Estados Unidos como para los europeos, se ha observado una estabilización de la contribución del margen de interés al ROA.

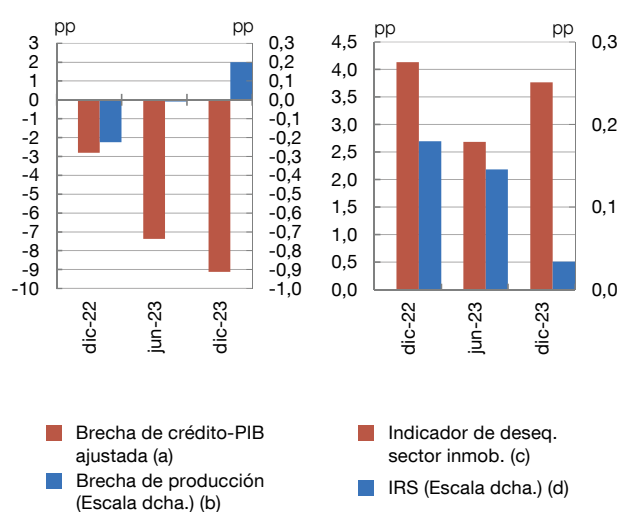
<sup>8</sup> Aproximadamente el 65 % del crédito hipotecario de los hogares a finales de 2023 correspondía a contratos referenciados a un tipo de interés variable.

<sup>9</sup> Véase el [capítulo temático](#) sobre los programas de Códigos de Buenas Prácticas del IEF de primavera de 2023.

**Gráfico 9**  
Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial.  
Diciembre de cada año. Negocios en España. DI



**Gráfico 10**  
Indicadores macroprudenciales



**FUENTE:** 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 Jorge E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España.
- 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 Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España.
- El indicador de desequilibrios del sector inmobiliario representa el valor medio de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. En todos los indicadores de i) a iii), las tendencias a largo plazo se calculan utilizando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 400.000. Los cuatro indicadores tienen un valor de equilibrio de cero.
- El IRS agrega doce indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés y pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el **recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013**.

No obstante, persistiría cierto recorrido al alza en el coste de los depósitos bancarios de los bancos españoles, ya que, a pesar de las expectativas de moderación de los tipos de referencia para 2024, estos continuarían por encima del tipo medio de depósitos. En este contexto, además, puede proseguir la sustitución de depósitos a la vista por plazo, y el trasvase de depósitos bancarios hacia fondos de inversión y deuda pública en busca de una mejor remuneración.

En cualquier caso, los depósitos del sector privado no financiero crecieron el último año cerca del 1,5 % a nivel consolidado y un 0,3 % en el negocio en España. Los bancos españoles mantenían también al final de 2023 una posición de liquidez holgada, con una ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) del 186,3 %, superior en casi 8 pp a la observada al cierre de 2022.

Las comisiones bancarias crecieron de forma mucho más moderada que el margen de intereses, a una tasa interanual del 2,2 %, mientras que otros elementos de la cuenta de resultados mostraron una evolución negativa en 2023, como ya se anticipaba con los datos del primer

semestre. Así, los costes de explotación crecieron en el actual entorno inflacionario y también lo hicieron las dotaciones por deterioros financieros. Entre los impactos negativos se sitúa además el efecto del gravamen extraordinario a la banca en el negocio en España, que representó un 3,9 % del resultado neto consolidado.

Las pérdidas por deterioros financieros aumentaron un 22,9 % interanual a nivel consolidado, y también lo hicieron, aunque en menor medida, en los negocios en España. En estos últimos, el crecimiento de los deterioros no se ha observado más claramente hasta el segundo semestre, en línea con el peor comportamiento de la calidad del crédito en España.

En concreto, la ratio de dudosos del crédito a los hogares en España ha aumentado ligeramente (14 pb) en 2023, hasta situarse en el 2,9 %, y la de crédito en vigilancia especial ha subido desde el 5,5 % hasta el 6,1 % (véase gráfico 9). El mejor comportamiento de la calidad del crédito al sector empresarial no financiero ha permitido mantener en 2023 la ratio de crédito dudoso del sector privado residente en España prácticamente estable en el 3,4 %.

A pesar de la elevada rentabilidad registrada en 2023, el sector bancario no ha registrado un aumento significativo de su solvencia. En particular, la ratio de capital CET1 se mantuvo estable durante el último año, situándose en el 13,2 % en diciembre de 2023, 17 pb por encima de su nivel en 2022. Así, la distancia que separaba al sistema bancario español del promedio de la UE se ha ampliado hasta situarse en 3,3 pp.

Las últimas pruebas de resistencia realizadas al sector bancario español muestran una capacidad agregada elevada de absorción de pérdidas<sup>10</sup>. No obstante, en un entorno donde la incertidumbre permanece alta, sigue vigente la recomendación a las entidades de que dediquen una parte de la mejora presente de su rentabilidad a reforzar, a través de sus políticas de provisiones y capital, su capacidad de absorber pérdidas futuras.

Finalmente, como se ha señalado previamente, persiste un cierto grado de preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades de algunos intermediarios financieros no bancarios (IFNB) (por ejemplo, fondos de inversión abiertos), en relación con sus posiciones de liquidez ajustadas y su alto apalancamiento. La expansión del sector IFNB hace que este tenga una importancia creciente para monitorizar la estabilidad financiera.

## **Evolución del mercado inmobiliario**

La pauta de aceleración del precio de la vivienda observada durante los tres primeros trimestres de 2023 revirtió moderadamente en los últimos meses del año. Como resultado de

---

**10** Las últimas pruebas de resistencia realizadas muestran una capacidad de resistencia agregada adecuada del sector bancario español, pero también una reducción en escenarios adversos de su ratio de solvencia CET1 superior a 2 pp. Véase el [capítulo 2](#) y [recuadro 2.1](#) del IEF de otoño de 2023 para un resumen de los resultados de los bancos españoles en las pruebas FLESB (Forward Looking Exercise on Spanish Banks) del Banco de España y en las pruebas de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) de 2023.

estos movimientos, la tasa interanual de crecimiento del precio de la vivienda en el cuarto trimestre fue del 4,2 %, 0,6 pp superior a la media de los dos primeros trimestres del año, pero 0,3 pp por debajo de la cifra de tres meses antes. Por su parte, el promedio de los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda aumentó ligeramente en la segunda mitad de 2023, por lo que se sigue situando en niveles positivos pero cercanos al nivel neutral.

Las operaciones de compraventa de vivienda repuntaron ligeramente en la parte final de 2023 con un crecimiento intertrimestral desestacionalizado algo superior al 3 % en el cuarto trimestre de 2023, interrumpiendo la tendencia descendente que se había observado previamente. En el conjunto de 2023, su descenso acumulado con respecto a 2022 alcanzó el 11 %, si bien se situaron un 12 % por encima de su nivel anterior a la pandemia. El flujo de crédito nuevo ha seguido una evolución comparable al de las transacciones, con marcados descensos en el año, pero observándose un freno de los mismos en el último trimestre de 2023. De confirmarse este mejor tono de los indicadores de actividad, podría observarse un reflejo en los precios de la vivienda en los próximos trimestres.

El sector inmobiliario comercial mantiene un tono relativamente débil, tanto en la evolución de precios como de transacciones, pero sin que se hayan observado correcciones abruptas durante 2023.

A pesar de la estabilización de la tendencia contractiva observada en el mercado de la vivienda en los primeros trimestres de 2023, es aconsejable reforzar la monitorización de las exposiciones inmobiliarias del sector bancario, con el fin de mejorar la capacidad de detectar la posible acumulación de riesgos y medir mejor el impacto de su potencial materialización. El presente informe analiza la capacidad de pago de la deuda bancaria de las empresas dedicadas a la construcción y las actividades inmobiliarias, así como el impacto en la solvencia de los bancos de la materialización de riesgos en el conjunto del sector inmobiliario. La progresiva reducción de las exposiciones inmobiliarias de los bancos españoles desde la crisis financiera global limita el impacto estimado sobre ellos de las perturbaciones inmobiliarias, pero este sigue siendo un canal cuyo análisis resulta relevante dentro de las tareas supervisoras.

Por todo lo anterior, y teniendo en cuenta también la ausencia de signos de relajación en los estándares de concesión de créditos hipotecarios, se mantiene al sector inmobiliario fuera de la lista de vulnerabilidades, pero será necesario analizar con cuidado una potencial reversión de este mercado a tendencias con mayor acumulación de riesgos.

### **Orientación de la política macroprudencial**

La brecha de crédito-PIB ha ralentizado su evolución descendente, conforme la prolongación del desapalancamiento del sector bancario se traslada a una menor estimación de su tendencia a largo plazo. Así, esta brecha se ha reducido en el segundo semestre de 2023, aunque en menor medida que en la primera parte del año pasado y se mantiene

significativamente por debajo de cero, ante la bajada adicional del saldo de crédito y la expansión del producto nominal. Por su parte, la brecha de producción se sitúa en un nivel neutral y los indicadores contemporáneos de los mercados financieros no muestran señales de tensión.

En conjunto, desde la publicación del último IEF, la evolución de los distintos indicadores macrofinancieros se ha orientado hacia una posición todavía contractiva en el caso del crédito, neutra en el caso del producto, y algo más expansiva en el mercado inmobiliario o los mercados financieros mayoristas (véase gráfico 10).

En este contexto, el colchón de capital anticíclico se mantiene actualmente en el 0 % y no se ha producido la activación de otras medidas macroprudenciales cíclicas.





# 1

## RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO



## 1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

A pesar de las tensiones geopolíticas y del tono restrictivo de las políticas monetarias, las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado algo al alza desde el otoño debido a la incidencia, sobre todo, de algunas sorpresas positivas en Estados Unidos. En todo caso, se anticipa una moderada desaceleración respecto al año pasado. Además, algunas regiones, en particular el área del euro, han mostrado mayor debilidad y sus perspectivas se han deteriorado.

Los principales focos de incertidumbre están relacionados con el curso de las tensiones geopolíticas, el ajuste del mercado inmobiliario en China y, en general, el comportamiento de esta economía, y la evolución de las condiciones financieras en Estados Unidos en un contexto en el que su mercado laboral se muestra todavía robusto. En los mercados emergentes, los principales riesgos para la estabilidad financiera provienen del entorno exterior, y se mantienen elementos de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

La economía española ha mostrado un crecimiento robusto en 2023, que ha llevado a una revisión al alza de las perspectivas para 2024, si bien se anticipa una desaceleración gradual. En cualquier caso, las proyecciones siguen sujetas a una incertidumbre elevada y con riesgos a la baja para la actividad, relacionados con el desempeño de la economía mundial y las ya mencionadas tensiones geopolíticas.

Durante los últimos seis meses las expectativas en los mercados financieros de cambios en la dirección de las políticas monetarias en las economías avanzadas han dado lugar a una reducción de los tipos de interés tanto a corto como a largo plazo, contribuyendo a la revalorización de los activos financieros. Las primas de riesgo también han descendido en algunas categorías de activos y permanecen, de forma general, en niveles históricamente reducidos. Sea como fuere, las expectativas de tipos de interés se han corregido al alza desde principios de año, especialmente en Estados Unidos, donde los mercados esperan recortes de tipos de interés oficiales en 2024 algo menores a lo que anticipaban hace seis meses.

Los precios en el mercado inmobiliario residencial español mostraron una cierta ralentización a finales del año pasado, pero persisten presiones de demanda por el aumento del número de hogares, la entrada de compradores extranjeros y el repunte del turismo. En el sector inmobiliario comercial los precios se han mantenido estables, salvo en zonas *prime*, donde han descendido.

Tanto los hogares como las empresas no financieras han seguido afrontando gastos crecientes por intereses, pero la resiliencia del empleo y la mejora de las rentas y de los beneficios

siguen mitigando la materialización de riesgos financieros. En ambos sectores prosigue un proceso intenso de desendeudamiento.

El crecimiento nominal de la economía también ha permitido una reducción del déficit público y de los desequilibrios externos. Sin embargo, el endeudamiento público sigue siendo elevado, al igual que el nivel del déficit público estructural, y constituyen elementos de vulnerabilidad en un contexto de presiones crecientes sobre el gasto público, procedentes no solo del entorno de mayores tipos de interés sino también de fenómenos estructurales como el envejecimiento de la población, el cambio climático o los mayores gastos en defensa por las tensiones geopolíticas.

## 1.1 Entorno macroeconómico

### 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

**El crecimiento de la actividad económica mundial mostró un dinamismo mayor de lo esperado en la parte final de 2023 y principios de 2024.** En este período, las sorpresas positivas se concentraron en Estados Unidos, China y en algunas economías emergentes (véase gráfico 1.1.a). Esta mejora de la actividad se explica en gran medida por la paulatina desaparición de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y la reducción de los precios de las materias primas energéticas. Estos desarrollos, junto con la fortaleza del empleo, la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, el mantenimiento de medidas fiscales de apoyo y, en algunos casos, el uso del colchón de ahorro acumulado durante la pandemia, explican que el consumo privado se haya mostrado robusto a escala global. Las perspectivas de crecimiento para 2024 se han revisado algo al alza en los últimos meses, si bien siguen anticipando una moderada desaceleración respecto al año pasado.

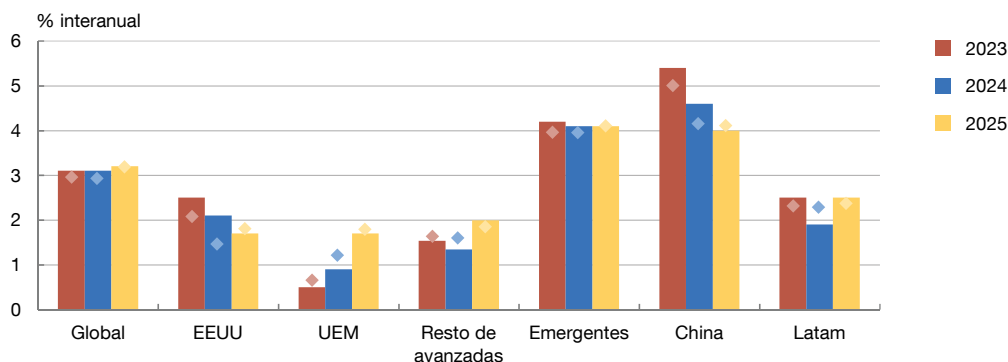
**En el área del euro, la evolución reciente de los indicadores de actividad prolonga el tono de debilidad observado en la segunda mitad de 2023.** Durante dicho período, el dinamismo de la actividad se vio lastrado por los efectos desfasados de los elevados precios energéticos y el endurecimiento de las condiciones financieras, que afectó especialmente al sector manufacturero. Las perspectivas económicas del área apuntan a una recuperación lenta y gradual, impulsada por la mejora paulatina de la confianza de los agentes y de la renta real disponible. Con todo, es previsible que el crecimiento se mantenga en tasas muy moderadas, tanto en el corto como en el medio plazo.

**La evolución de la inflación global ha sido descendente en el período reciente.** La caída de las tasas de inflación general, en un contexto de políticas monetarias restrictivas, se ha visto acentuada por la reducción del precio de la energía en los últimos meses, al tiempo que la inflación subyacente, más persistente, muestra signos claros de contención (véase gráfico 1.1.b). La ausencia de efectos de segunda vuelta significativos ha permitido que las expectativas de inflación se hayan mantenido ancladas. De cara al futuro, se espera que las tendencias recientes se prolonguen durante los próximos trimestres. Sin embargo, la continuidad del proceso de reducción de la inflación en curso no está exenta de riesgos, en particular los

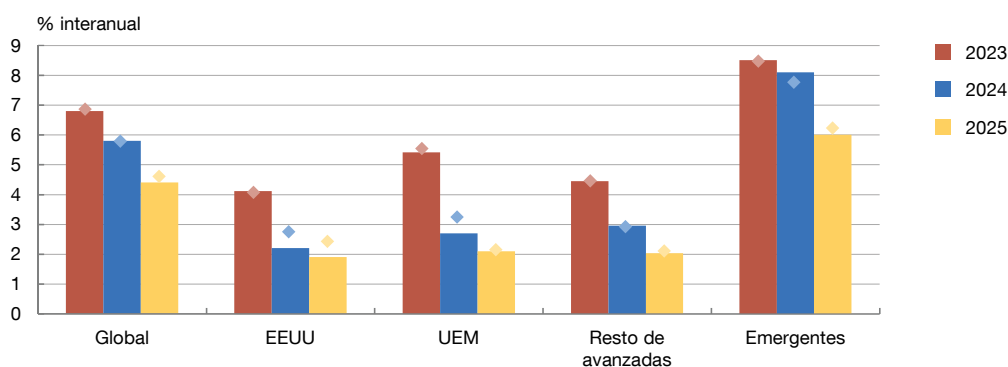
Gráfico 1.1

### Las previsiones para la economía mundial contemplan la estabilización del crecimiento en un contexto de desinflación global

#### 1.1.a Previsiones de crecimiento del PIB (a)



#### 1.1.b Previsiones de inflación (a)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a Las barras representan las previsiones más recientes de enero, del FMI World Economic Outlook January Update 2024. Los rombos se corresponden con las previsiones anteriores, del FMI World Economic Outlook October 2023.

derivados de un potencial deterioro de la situación geopolítica que condujera a repuntes en los precios de las materias primas o la reaparición de los cuellos de botella.

**El balance de riesgos para la actividad económica mundial estaría ahora más equilibrado, pero persisten factores que lo orientan a la baja.** Entre ellos, se mantienen los derivados de las tensiones geopolíticas, que se han intensificado en los últimos meses como consecuencia del conflicto en Oriente Medio y los ataques en el mar Rojo, cuya duración y alcance resultan aún inciertos. Su materialización podría dar lugar a un incremento de los precios de las materias primas y de los costes de transporte, un deterioro de los cuellos de botella y una mayor fragmentación comercial y financiera, con efectos adversos sobre la actividad y la inflación globales. Los distintos procesos electorales relevantes en 2024 implican una cierta dificultad adicional para predecir la evolución de este contexto geopolítico. El recuadro 1.1 analiza en más detalle la evolución de los indicadores de incertidumbre y su posible impacto económico.

**Los riesgos asociados de la evolución del mercado inmobiliario en China, en fuerte contracción, siguen siendo relevantes.** A ello apunta por ejemplo la liquidación a finales de enero del promotor inmobiliario Evergrande, aunque no se han registrado de momento episodios de contagio significativo a otros promotores. Una desaceleración abrupta de China supondría un riesgo a la baja para el crecimiento de las principales economías mundiales, que se verían afectadas a través del canal comercial y del aumento de la incertidumbre, con potenciales efectos en los mercados financieros globales, y también a la baja para la inflación, por la menor demanda de materias primas y de bienes industriales<sup>1</sup>. El deterioro de las perspectivas de *ratings* de distintas agencias subraya la preocupación actual por la evolución de la economía China.

**Las condiciones financieras globales podrían también verse tensionadas por incrementos en los tipos de interés de largo plazo.** Esto podría ser consecuencia en particular del deterioro de las perspectivas fiscales en algunas economías sistémicas, como Estados Unidos, o del incremento del riesgo del sector inmobiliario comercial en algunas economías avanzadas.

**Las economías emergentes han mostrado, en general, una resiliencia mayor de la esperada.** La reducción de la inflación hacia tasas más cercanas a los objetivos de los bancos centrales ha permitido iniciar el ciclo de relajación monetaria en la mayoría de estos países (véase gráfico 1.2.a). Se espera que esta tendencia se prolongue en los próximos trimestres y que se extienda a otros bancos centrales, con excepciones notables como en el caso de Turquía y Argentina, que se enfrentan todavía a presiones inflacionistas significativas.

**Los mercados financieros emergentes registraron también un comportamiento relativamente favorable en los últimos seis meses.** En términos generales, el comportamiento de los mercados latinoamericanos siguió siendo mejor que el de otras regiones emergentes (véase gráfico 1.2.b), gracias a la mayor rentabilidad de las operaciones de *carry trade*<sup>2</sup> y a su mayor distancia de las zonas que protagonizan los actuales conflictos geopolíticos globales.

**Los principales riesgos para la estabilidad financiera en las economías emergentes provienen del entorno exterior.** Así, una política monetaria más restrictiva de lo esperado en Estados Unidos podría dar lugar a salidas de capitales, depreciaciones de sus tipos de cambio y aumentos de las primas de riesgo. Igualmente, un crecimiento menor de lo esperado en China reduciría su demanda externa, lo que supondría un menor precio para las materias primas de aquellas economías exportadoras de estos productos.

**En el ámbito doméstico, los riesgos más importantes para estas economías están relacionados con una mayor persistencia de la inflación y con las vulnerabilidades fiscales en algunos países.** En algunas de ellas subsisten también riesgos idiosincrásicos

---

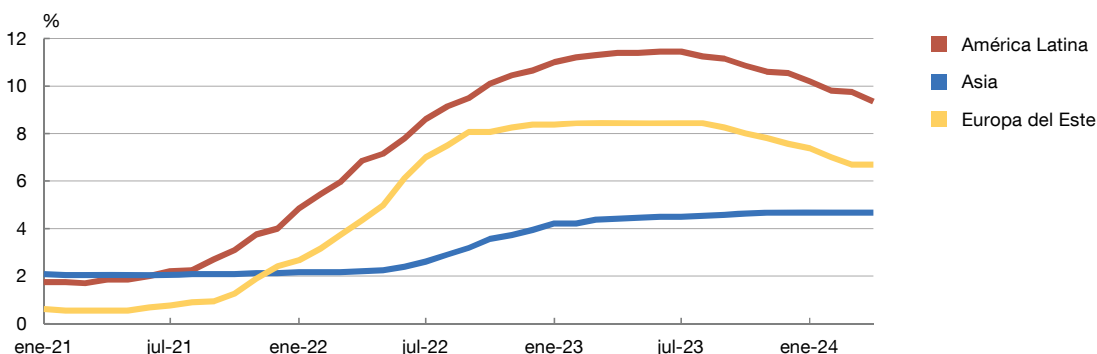
1 Véase Irma Alonso, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). «Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06.

2 Estrategia en la que un inversor se endeuda en una divisa con tipos de interés más reducidos e invierte en un activo financiero de una divisa con tipos de interés más elevados, en este caso las economías latinoamericanas. Esta estrategia supone asumir, entre otros, riesgos de tipo de cambio.

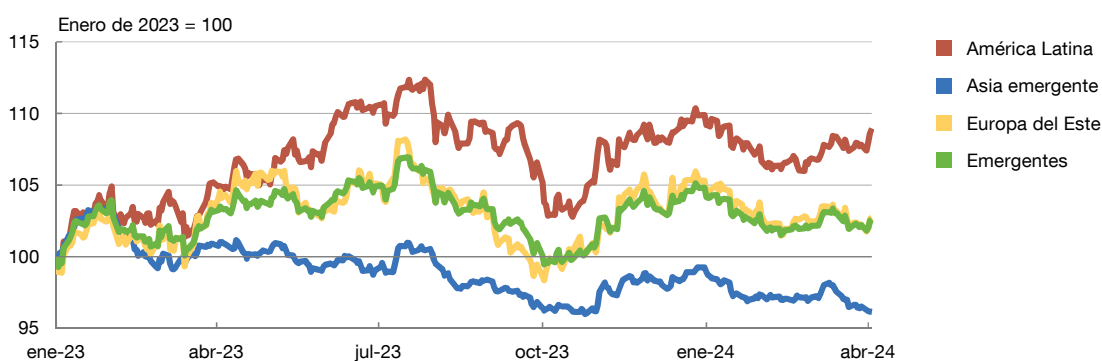
Gráfico 1.2

## El inicio del ciclo de relajación monetaria en algunas economías emergentes no se ha traducido de momento en una depreciación marcada de sus monedas

### 1.2.a Tipos de interés oficiales en economías emergentes (a)



### 1.2.b Tipos de cambio frente al dólar (a) (b)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

- a América Latina es una media de Brasil, Chile, México, Colombia y Perú. Asia emergente es una media de Corea, Filipinas, India, Indonesia y Tailandia. Europa del Este es una media de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía en el gráfico 1.2.a, y también incluye a Bulgaria en el 1.2.b. El agregado de emergentes es una media de las regiones representadas.
- b Un aumento indica apreciación frente al dólar. Media de las tres regiones representadas.

derivados de tensiones políticas internas e incertidumbre sobre las políticas económicas, en un contexto que vendrá marcado por las numerosas elecciones que se celebrarán durante 2024. A continuación, se repasan brevemente las principales vulnerabilidades de las tres economías emergentes con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones más significativas.

**En México, la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados.** Aunque la economía ha mostrado signos de desaceleración en el último trimestre de 2023, se estima que la brecha de producción seguiría en territorio claramente positivo<sup>3</sup>. Esto sería coherente con la cautela del Banco de México a la hora de iniciar el proceso de relajación monetaria, que lo ha hecho

<sup>3</sup> Véase ficha 2 del *Informe de Economía Latinoamericana*, 2.º semestre 2023, p. 6.

de forma más tardía (con una primera reducción de los tipos de interés oficiales de 25 pb en su reunión de marzo) que otros bancos centrales de la región con objetivo de inflación. Por su parte, el crédito bancario ha seguido acelerándose, en particular el dedicado al consumo, si bien los bancos que operan en el país mantienen niveles de capital y liquidez adecuados.

**En Brasil, la actividad se desaceleró notablemente en la segunda mitad del año como resultado de la debilidad de la inversión.** La inflación se mantiene por encima del objetivo del Banco Central de Brasil, pero se observan factores de contención en los precios de ciertos servicios (educación y salud) y en los precios de la energía. Con todo, el Banco Central ha continuado reduciendo el tipo de interés oficial, si bien la política monetaria se mantiene en terreno restrictivo, contribuyendo a la desaceleración del crédito bancario. El endeudamiento público del país es muy elevado, habiéndose situado ligeramente por debajo del 90 % del PIB en 2023 de acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). Su reducción exigiría una aplicación estricta de la nueva regla fiscal aprobada recientemente<sup>4</sup>.

**En Turquía, se observan ciertos signos de estabilización desde mediados de 2023.** El Banco Central de la República de Turquía ha llevado a cabo nueve subidas consecutivas del tipo de interés de referencia por un total acumulado de 41,5 puntos porcentuales (pp), la última de ellas en marzo, del 45 % al 50 %, situándose por encima de las expectativas de mercado previas. Por otra parte, ha ampliado el corredor monetario y señalado que llevaría a cabo nuevas subidas si fuera necesario. Las perspectivas de inflación de este país se han ido reduciendo, si bien la tasa interanual repuntó ese mismo mes hasta el 68,5 %. Además, el Banco Central está permitiendo un ajuste gradual y continuado del tipo de cambio de la lira, al tiempo que ha avanzado en la simplificación regulatoria e introducido medidas para controlar el crecimiento del crédito. Por su parte, el Gobierno ha aprobado subidas impositivas con el objetivo de reducir el déficit público. El avance gradual en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos, consecuencia de los cambios en las prioridades de las políticas económicas, ha permitido que los indicadores de riesgo país (por ejemplo, los diferenciales soberanos y los CDS soberanos a 5 años) hayan mejorado significativamente desde la publicación del último IEF.

### 1.1.2 España

**La economía española habría moderado su ritmo de avance en los inicios de 2024, tras la sorpresa positiva de finales de 2023.** El PIB de la economía española creció un 0,6 % en el último trimestre del año, 0,2 pp más que en el trimestre precedente y por encima del 0,3 %<sup>5</sup> previsto en el ejercicio de proyecciones de diciembre del Banco de España. La información

<sup>4</sup> Véanse fichas 18 a 21 del *Informe de Economía Latinoamericana*, 2.º semestre 2023, pp. 22-25.

<sup>5</sup> Además, desde la publicación de las proyecciones macroeconómicas de diciembre del Banco de España hasta la publicación por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE) el pasado 26 de marzo de los datos revisados de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al año 2023, los aumentos del PIB en el segundo y tercer trimestre de aquel año se revisaron al alza en 0,1 pp en cada uno de ellos, lo que más que compensó la ligera revisión a la baja del primer trimestre. En el conjunto de 2023, el PIB creció un 2,5 % (5,8 % en 2022).

más reciente apunta a un crecimiento de la actividad en el primer trimestre de 2024 del 0,4 %, algo inferior al experimentado tres meses antes<sup>6</sup>.

**El comportamiento favorable de la actividad en España en 2023 ha venido apoyado por distintos factores, entre los que destaca la resiliencia del consumo privado.** Este último avanzó, a pesar del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación, ya que el impacto negativo de estas se ha visto mitigado en parte por la mejora de la renta real de los hogares, propiciada por la moderación de la inflación a lo largo del año, el comportamiento vigoroso del empleo y el crecimiento de los salarios. Se ha observado también una mejora de las exportaciones, impulsadas por el componente de servicios, a pesar del contexto de incertidumbre global y de debilidad de la demanda de varios de nuestros principales socios comerciales<sup>7</sup>. En sentido contrario, la inversión mostró un comportamiento negativo, especialmente por parte de los agentes privados. La política fiscal habría tenido una orientación ligeramente contractiva en 2023, en un contexto de notable crecimiento tanto del consumo<sup>8</sup> como de los ingresos públicos.

**Más allá del primer trimestre, se prevén tasas de avance del PIB relativamente estables y por encima de las del área del euro.** Estas irán convergiendo, a lo largo del horizonte de proyección, hacia aquellas coherentes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española. En términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se reducirá desde el 2,5 % en 2023 hasta el 1,9 % en 2024, cifra en la que se mantendrá en 2025, antes de descender levemente hasta el 1,7 % en 2026 (véase gráfico 1.3.a).

**El aumento del PIB se verá apoyado durante los próximos trimestres por distintos factores.** Entre ellos, la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, el crecimiento poblacional previsto, la reactivación paulatina de la economía europea y global y el mayor despliegue de los fondos NGEU.

**No obstante, se prevé que algunos de los factores que explican la fortaleza relativa de la economía española durante 2023 pierdan fuerza a lo largo de 2024.** Se anticipa, así, el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento — como la existencia de una importante demanda embalsada de determinados bienes y servicios o la intensa corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022—. Además, la persistencia de considerables tensiones geopolíticas puede incidir negativamente sobre el ritmo de avance futuro de la actividad.

---

6 Para mayor detalle, se pueden consultar las «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)» (en «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2024», *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, pp. 29-42). Estas proyecciones se publicaron el pasado 12 de marzo, antes de la revisión de las series de la CNTR correspondientes al año 2023 publicadas por el INE el pasado 26 de marzo. Dicha revisión no supone cambios reseñables sobre la serie del PIB disponible en el momento de la elaboración de aquellas proyecciones.

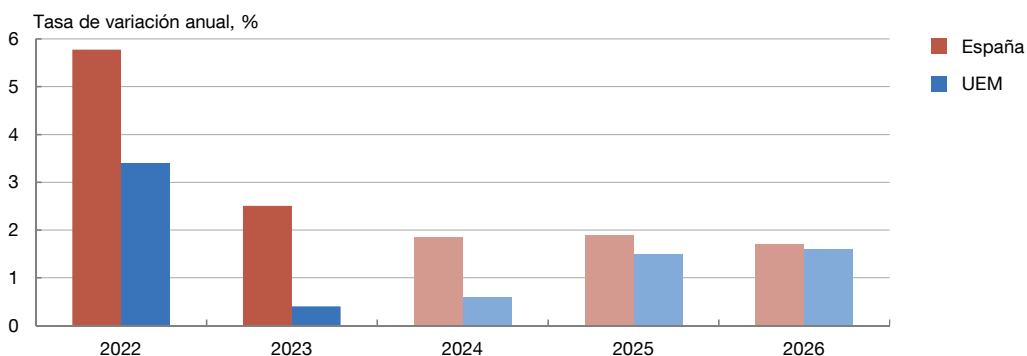
7 Véanse fichas 3 y 6 de «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, pp. 10 y 13.

8 Véanse ficha 16 de «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, p. 23.

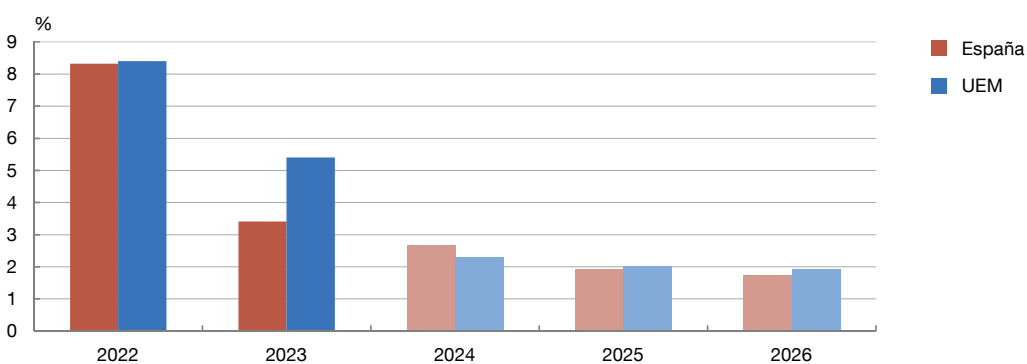
Gráfico 1.3

**Las previsiones contemplan que la economía española modere su crecimiento en 2024, aunque manteniéndose por encima del correspondiente a la UEM, y que continúe el descenso gradual de la inflación**

### 1.3.a PIB real de España y de la UEM (a)



### 1.3.b Inflación de España y de la UEM (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Las barras con colores degradados corresponden a las proyecciones macroeconómicas del Banco de España y del BCE de marzo de 2024 relativas al período 2024-2026. En el caso de la inflación, esta se calcula como la tasa de variación anual media del Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA).

**Las previsiones contemplan una continuación de la tendencia de reducción de la inflación en España.** Tras un ligero repunte en marzo, explicado en parte por la reversión parcial de las medidas destinadas a paliar los efectos de la crisis energética, en los próximos meses se espera que la inflación retome una senda descendente (véase gráfico 1.3.b), reflejando una moderación gradual del ritmo de avance de los precios de los alimentos y de la inflación subyacente, que más que compensará el repunte que mostrará la contribución del componente energético.

**Las perspectivas de la economía española en el escenario central siguen sujetas a una incertidumbre elevada bajo la que predominan los riesgos a la baja sobre la actividad.** En el caso de la inflación, los riesgos están más equilibrados, siendo el principal riesgo a la baja el de una moderación de la actividad más intensa de la prevista. Los principales riesgos a la baja para la actividad proceden del entorno exterior. Como se ha señalado en la sección 1.1.1., la escalada de varios conflictos geopolíticos globales podría afectar negativamente a la

actividad y generar mayores presiones inflacionistas, deteriorando la confianza de los agentes y de las expectativas económicas. En el ámbito interno, resulta relevante la reactivación de las reglas fiscales a nivel europeo —suspendidas desde el comienzo de la pandemia—. Su cumplimiento requeriría la implementación de una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo, como se expone en el recuadro 1.2, lo que permitiría reducir el déficit público estructural de forma más intensa que la contemplada en estas proyecciones. Ello conllevaría, previsiblemente, un menor dinamismo de la actividad en el corto plazo. El impacto económico dependerá, en todo caso, del diseño de las medidas de consolidación.

## 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

### 1.2.1 Mercados financieros<sup>9</sup>

#### *Mercado interbancario*

**Las rentabilidades en los mercados interbancarios han descendido en los últimos seis meses ante las expectativas de reducciones de los tipos de interés oficiales.** A lo largo de este período, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han ido deteniendo las subidas de los tipos de interés oficiales, manteniéndolos en niveles restrictivos. Durante los últimos meses de 2023, los mercados revisaron intensamente a la baja la senda futura esperada de estos tipos de interés oficiales, tanto en Estados Unidos como en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Sin embargo, las expectativas se han corregido al alza desde principios de 2024 ante el tono de las comunicaciones de los bancos centrales y las sorpresas positivas de algunos datos económicos. A fecha de cierre de este informe, tras este movimiento de ida y vuelta, los mercados esperan recortes de tipos oficiales en 2024 algo menores a lo que anticipaban hace seis meses en Estados Unidos y ligeramente superiores en la UEM. Por su parte, con respecto a la fecha de cierre del anterior IEF, el euríbor a doce meses ha descendido en 49 puntos básicos (pb), situándose a principios de abril en el 3,7 % (véase gráfico 1.4.a).

#### *Deuda soberana y corporativa*

**Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia también han registrado descensos, con un comportamiento diferenciado desde el pasado otoño.** No obstante, desde principios de 2024, se observa una corrección al alza de las reducciones anteriores, en línea con la revisión de la senda esperada de tipos de interés oficiales. En el conjunto de los últimos seis meses, el descenso de los tipos de interés a largo plazo reflejaría tanto la revisión de las expectativas de política monetaria como una menor prima por plazo. En la fecha de cierre de este informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años

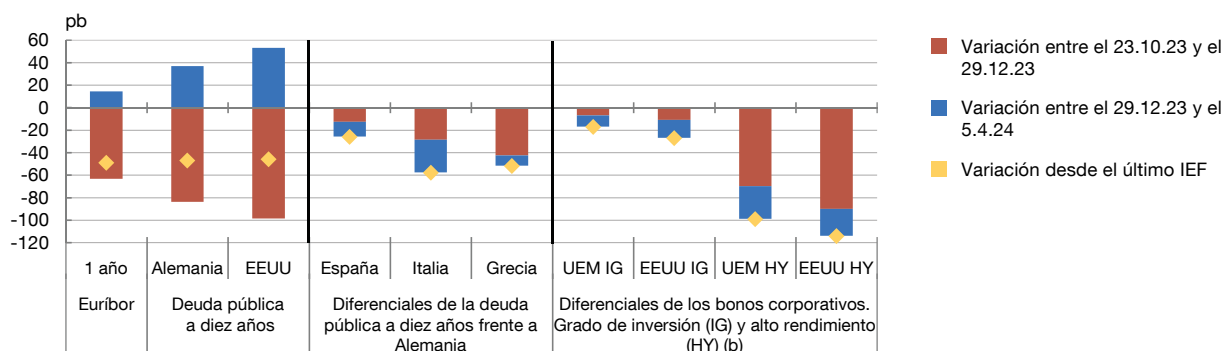
---

<sup>9</sup> Cierre de datos: 5 de abril de 2024.

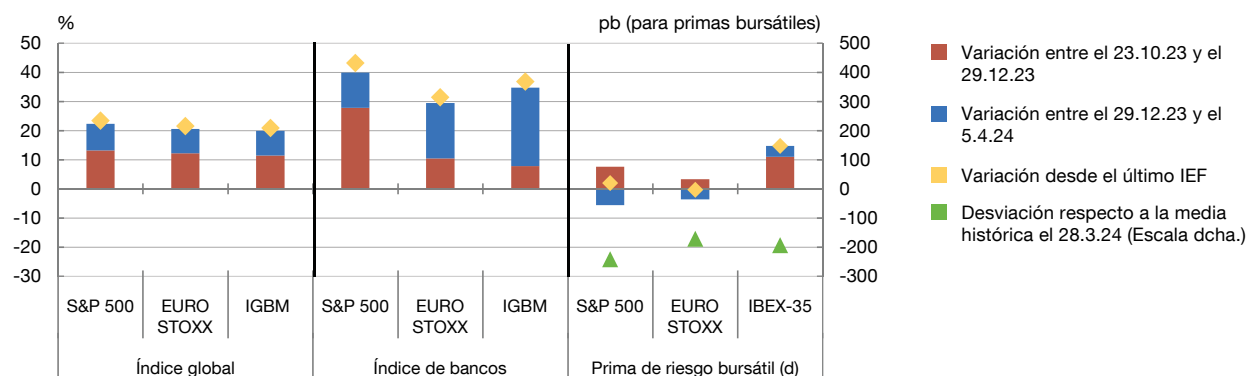
Gráfico 1.4

**Descensos en las rentabilidades de los activos de renta fija y revalorización de las acciones ante las expectativas de menores tipos de interés oficiales, si bien se han corregido parcialmente al alza desde principios de 2024**

#### 1.4.a Euríbor y rentabilidades de la deuda (a)



#### 1.4.b Índices bursátiles y prima de riesgo bursátil (a) (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a La fecha de cierre del pasado IEF es el 23.10.23. La fecha de cierre del actual es el 5.4.24.

b Diferenciales respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch.

c La variación de la prima de riesgo bursátil se muestra en la escala de la derecha y utiliza datos semanales.

d 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). «Simplified Common Stock Valuation Model». Financial Analysts Journal, 40(5), pp. 49-56. La media histórica, referida al período 2006-2024, es 494 pb para el S&P 500, 658 pb para el Euro Stoxx y 781 pb para el Ibex-35.

de Estados Unidos y de Alemania se situaban en el 4,4 % y en el 2,4 %, respectivamente, lo que supone una caída de 47 y 46 pb en comparación con la fecha de cierre del IEF anterior.

**Asimismo, los diferenciales soberanos en las principales economías del área del euro se han contraído.** La reducción de los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo, al impactar positivamente sobre la sostenibilidad de la deuda, habría favorecido el descenso de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas en el área del euro frente a la referencia alemana, especialmente en aquellos países con más endeudamiento público. Así, los descensos en las primas de riesgo soberanas han sido especialmente acusados en Italia y Grecia, con unas caídas acumuladas de 58 y 52 pb, respectivamente, desde la fecha de cierre del IEF anterior. Esta disminución también se habría visto apoyada por las mejoras de

las calificaciones crediticias de las deudas públicas en estos países<sup>10</sup> así como por factores específicos relacionados con el bono alemán<sup>11</sup>. Por su parte, el diferencial de rentabilidad de España frente a Alemania se redujo en 26 pb durante el mismo período, hasta situarse en los 84 pb.

**Las primas de riesgo de crédito de los bonos emitidos por las sociedades no financieras (SNF) también han descendido, al tiempo que se ha recuperado la captación de fondos por esta vía.** Los diferenciales corporativos respecto de la curva *swap* en el área del euro y en Estados Unidos se han reducido desde finales de octubre, en línea con la caída de los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo. La caída ha sido especialmente acusada en el segmento de alto rendimiento en ambas jurisdicciones. Los volúmenes emitidos en estos mercados en 2023 fueron superiores a los de 2022, tanto en los segmentos de grado de inversión como de alto rendimiento, y en lo transcurrido de 2024 se mantienen robustos.

### *Renta variable y tipo de cambio*

**Los principales índices bursátiles han registrado intensas revalorizaciones desde la fecha de cierre del último IEF.** Estos avances se han visto impulsados por el descenso de los tipos de interés a largo plazo y por una evolución favorable de los resultados empresariales, especialmente en Estados Unidos, así como por datos macroeconómicos positivos. Así, desde la fecha de cierre del pasado IEF, el índice S&P 500 se ha revalorizado un 23,4 % y el EURO STOXX un 21,5 %, situándose en ambos casos en zona de máximos históricos (véase gráfico 1.4.b). La bolsa china ha registrado una revalorización menos acusada, condicionada por las señales de debilidad económica del país. Por sectores, las ganancias han sido generalizadas, si bien los valores cíclicos —más vinculados a la situación del consumo, en particular, el sector tecnológico y los más ligados a la inteligencia artificial— han mostrado un comportamiento especialmente positivo. En el conjunto de 2023, las revalorizaciones bursátiles también fueron significativas. Por ejemplo, en el caso de España el IBEX-35 aumentó su valor en un 22,8 % en este período.

**El comportamiento de las cotizaciones del sector bancario ha sido también muy favorable.** Esto ha permitido al índice bancario de Estados Unidos y al del EURO STOXX superar los niveles previos al episodio de turbulencias de marzo de 2023. En cualquier caso, la cotización de los bancos regionales estadounidenses, aunque también se ha revalorizado, se ha mantenido por debajo de los valores que registraba en marzo de 2023 y ha experimentado, incluso en meses recientes, episodios puntuales de tensión asociados a entidades específicas. Por su parte, el sector bancario español también ha registrado revalorizaciones destacadas,

10 A principios de diciembre, Fitch estableció la calificación de grado de inversión para la deuda soberana griega y Moody's elevó la perspectiva de la calificación de la deuda soberana italiana de «negativa» a «estable» el 17 de noviembre.

11 La rentabilidad de la deuda soberana alemana a diez años se ha reducido desde el último IEF, pero en menor medida que los tipos libres de riesgo, aproximados por las tasas OIS (*overnight index swaps*). Esto sería resultado de la menor escasez de estos bonos para su uso como activos de garantía, lo que se ha reflejado en una prima de riesgo menos negativa con respecto a estas tasas OIS.

aumentando el índice bancario del IBEX-35 un 27,8 % en el conjunto de 2023 y un 27 % adicional en la parte transcurrida de 2024.

**En el mercado de divisas, el dólar ha experimentado una depreciación frente al euro y la libra en el conjunto del período.** Esta evolución se habría visto inicialmente apoyada por el cambio en las perspectivas de la política monetaria de Estados Unidos y el mayor apetito por el riesgo de los inversores. No obstante, desde principios de 2024 la depreciación del dólar se ha corregido parcialmente, apoyada, en parte, en una economía más resiliente de lo anticipado en Estados Unidos.

### *Riesgos para la estabilidad financiera*

**La materialización de determinados riesgos podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo.** Un escenario con una inflación más persistente de lo esperado podría reevaluar al alza las expectativas sobre el nivel futuro de los tipos de interés oficiales, aumentar las rentabilidades a largo plazo y afectar negativamente a la valoración de los activos con riesgo, como las acciones o los bonos corporativos. El precio de los activos con riesgo también podría descender si se produjera un crecimiento económico global menor de lo anticipado, debido al impacto negativo que ello tendría sobre los beneficios esperados de las empresas y al aumento de las primas de riesgo.

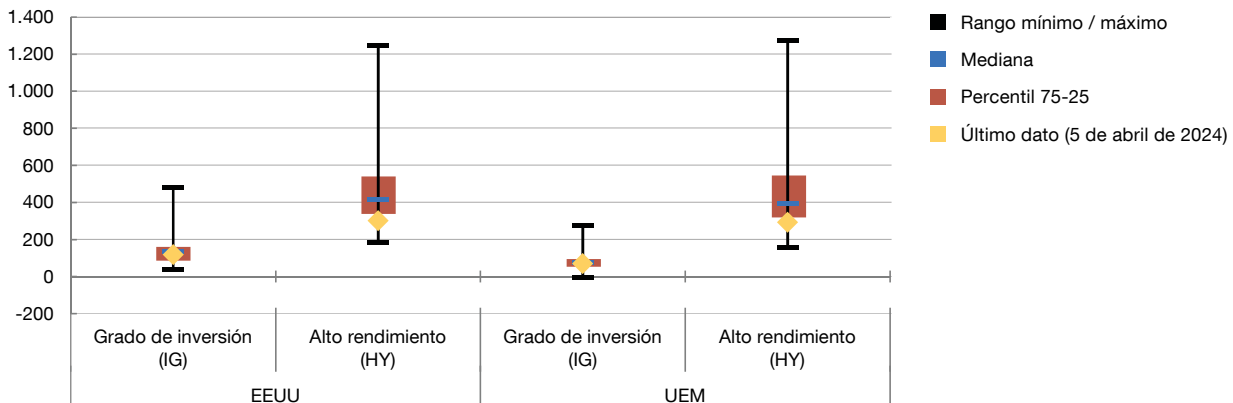
**La alta valoración actual de algunos activos con riesgo aumenta la probabilidad de que se desencadenen correcciones.** Pese al contexto de elevadas tensiones geopolíticas y de unas expectativas moderadas de crecimiento económico a nivel global, la volatilidad de los precios en los mercados de renta variable registra niveles muy reducidos desde una perspectiva histórica. Asimismo, los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento han descendido significativamente desde la fecha de cierre del pasado IEF (véase gráfico 1.4.a) y se encuentran en niveles reducidos, en comparación con la mediana histórica, en la UEM y en Estados Unidos (véase gráfico 1.5.a). En los mercados bursátiles, el precio de las acciones en relación con algunos de sus determinantes se sitúa por encima del percentil 75 de la distribución histórica en el mercado estadounidense, mientras que en la UEM y en España registran valores más próximos a su mediana (véase gráfico 1.5.b). Por su parte, las primas bursátiles, calculadas mediante un modelo de descuento de dividendos, se situarían muy por debajo de la media histórica en las tres áreas geográficas (véase gráfico 1.4.b).

**Las correcciones en los precios de algunos activos financieros podrían amplificarse si se materializan en un contexto de tensiones de liquidez.** La posibilidad de que se produzcan ventas aceleradas por parte de algunos intermediarios, como los fondos de inversión internacionales de carácter abierto con unas posiciones poco líquidas o con un elevado grado de apalancamiento, podría desencadenar movimientos abruptos en los precios de algunos activos.

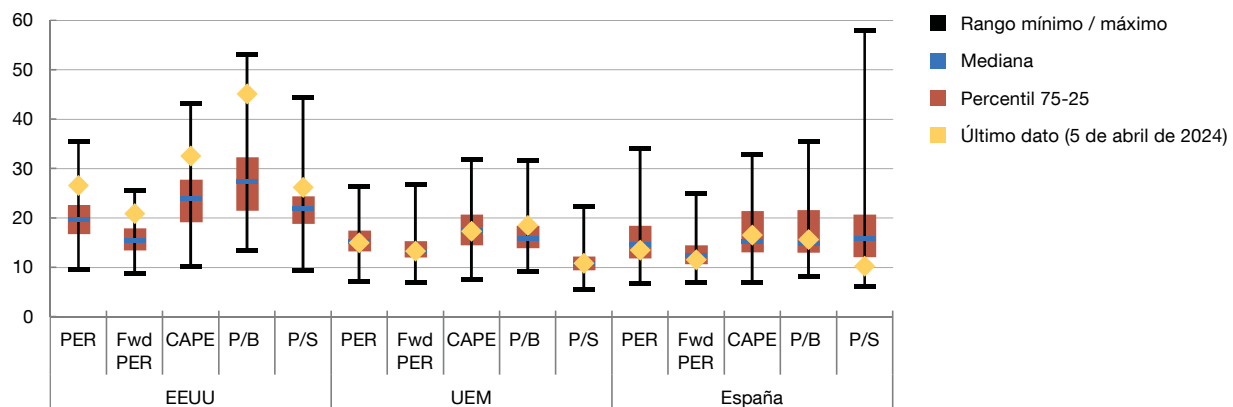
Gráfico 1.5

**Las primas de riesgo corporativas de alto rendimiento se sitúan en niveles reducidos y los precios de las acciones respecto a sus determinantes registran cotas históricamente elevadas en Estados Unidos**

1.5.a Diferenciales de los bonos corporativos (a)



1.5.b Ratios de valoración de los mercados bursátiles (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

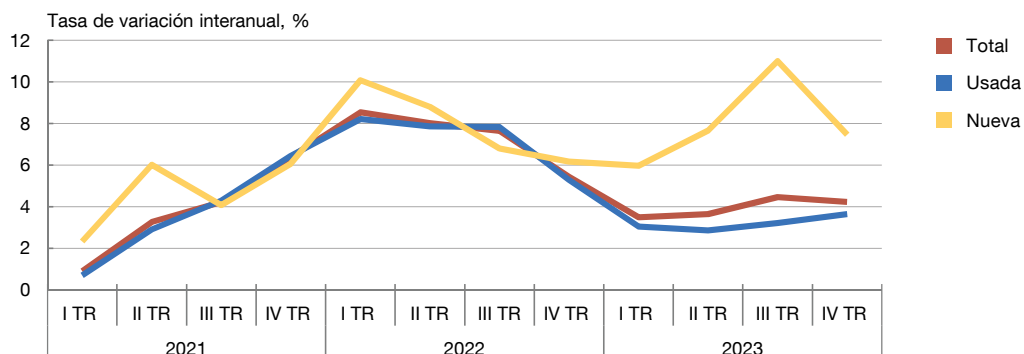
a Diferenciales corporativos respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos mensuales de las series desde 1998.

b A partir de datos mensuales de las series de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y EEUU y desde 1987 para España. Muestra algo más reducida para el CAPE de España y el Fwd PER de la UEM. Ratios facilitados por Datastream, salvo la ratio CAPE (*Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio*) que se calcula como el valor del índice bursátil en términos reales (con IPC) sobre una media móvil de diez años de los beneficios de las empresas que cotizan en el índice en términos reales. Las ratios de *Price Earnings Ratio* (PER) y *Forward* a 1 año del PER (Fwd PER) recogen la relación entre precio de las acciones y los beneficios por acción (observados o esperados). Las ratios *Price-to-book* (P/B) y *Price-to-sales* (P/S) recogen la capitalización bursátil de las empresas sobre su valor en libro (P/B) o ventas (P/S) y se han multiplicado por 10 para su representación en este gráfico.

## 1.2.2 El mercado inmobiliario en España

**El ritmo de crecimiento del precio de la vivienda se moderó en el último trimestre de 2023, manteniendo, sin embargo, un avance interanual superior al 4 %.** De acuerdo con el INE, el precio de la vivienda moderó su avance interanual hasta el 4,2 % en el cuarto trimestre de 2023, frente al 4,5 % registrado tres meses antes (véase gráfico 1.6.a). El precio de la vivienda nueva experimentó un alza interanual del 7,5 %, inferior al ascenso contabilizado en el trimestre precedente, del 11 %, que había supuesto un máximo desde 2007. Por el contrario, el precio de la vivienda usada, se aceleró en términos interanuales al crecer un

Gráfico 1.6

**Desaceleración leve del precio de la vivienda a finales de 2023, si bien se mantienen avances interanuales sólidos****1.6.a Precio de la vivienda**

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

3,6 %, 0,4 pp por encima del trimestre precedente. Tanto para el total como para el segmento de vivienda usada, los crecimientos de los precios observados en 2023 fueron marcadamente inferiores a los de 2022, mientras que en la obra nueva se mantuvieron.

**La presión al alza sobre el precio de la vivienda se produce en un contexto de robustez de la demanda y de rigidez relativa de la oferta<sup>12</sup>.** El aumento de la demanda de vivienda se vincula al del número de hogares, en un contexto de fortaleza de los flujos migratorios. En esta dinámica destaca el incremento de la demanda de vivienda en alquiler, especialmente intenso en las grandes áreas urbanas. Asimismo, la demanda de vivienda se ha visto impulsada en las zonas con mayor atractivo turístico por el dinamismo de las adquisiciones de vivienda por parte de ciudadanos no residentes. El repunte del alquiler turístico de viviendas también podría estar teniendo un impacto sobre los precios del alquiler y, en consecuencia, sobre los precios de la vivienda. Adicionalmente, los fuertes aumentos pasados en los costes de los materiales de construcción podrían seguir trasladándose al precio de la vivienda nueva, aunque es previsible que este factor pierda fuerza a lo largo de 2024, en la medida en que estos costes han tendido a estabilizarse desde mediados de 2022<sup>13</sup>. Todo ello en un contexto en el que la oferta de vivienda, tanto nueva como usada, se caracteriza por un crecimiento insuficiente para hacer frente a las elevadas necesidades de la demanda<sup>14, 15</sup>.

<sup>12</sup> Véase Andrés Lajer, David López y Lucio San Juan. (2024). «El mercado de la vivienda residencial en España en perspectiva: hechos estilizados y evolución reciente». Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.

<sup>13</sup> Las variaciones en los costes de construcción de viviendas suelen reflejarse en los precios de la vivienda nueva con casi dos años de desfase, aproximadamente el tiempo que tarda en construirse.

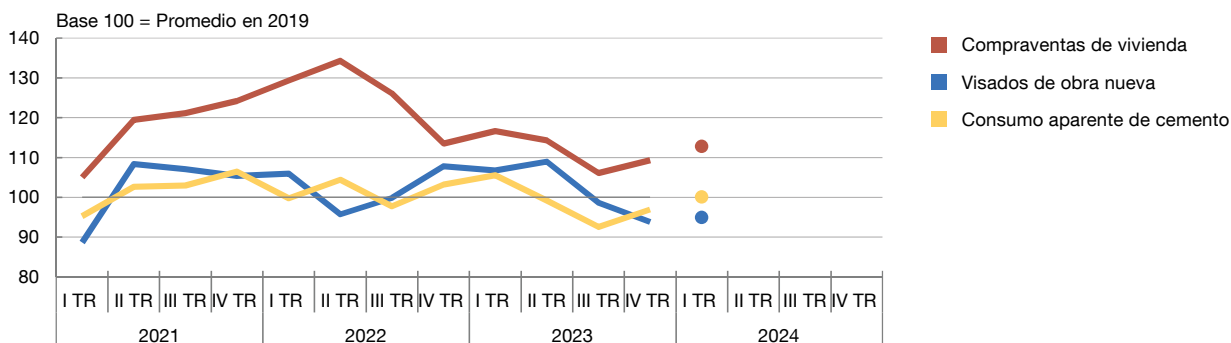
<sup>14</sup> La oferta de vivienda nueva, medida como el número de viviendas terminadas, se situó cerca de las 90.000 unidades en 2023, sensiblemente por debajo tanto de su promedio histórico anual desde 1980 (270 mil) como de la formación neta de hogares en 2023 (próxima a 270.000 unidades). A su vez, la oferta de vivienda usada, aproximada por el número de anuncios publicados en los principales portales inmobiliarios, se situó a finales de 2023 en 700.000 unidades, un 3 % inferior a la observada un año antes y un 14 % por debajo de su máximo en la parte final de 2019.

<sup>15</sup> Para más detalles sobre la situación de la demanda y de la oferta de vivienda en España, y sobre el posible papel que las políticas públicas podrían desempeñar en la coyuntura actual, véase Capítulo 4 del Informe Anual 2023 del Banco de España, de próxima publicación.

Gráfico 1.7

**Las compraventas de vivienda muestran una notable resiliencia, al tiempo que los indicadores de oferta perdieron impulso en la segunda mitad de 2023**

1.7.a Indicadores de actividad del sector inmobiliario residencial (a)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

a Series desestacionalizadas. Para el primer trimestre de 2024, al no disponer de los datos del trimestre completo, se toma un promedio de los últimos tres meses hasta el último disponible (enero para las compraventas y visados, y febrero para el consumo aparente de cemento).

**Las operaciones de compraventa de vivienda han repuntado desde el último tramo de 2023, revirtiendo parte de la contracción experimentada desde la segunda mitad de 2022.** A pesar del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación, las transacciones firmadas ante notario registraron, en términos desestacionalizados, un aumento intertrimestral del 3 % en el último trimestre de 2023, con una prolongación de este tono positivo a comienzos de 2024 (véase gráfico 1.7.a). En el conjunto de 2023, las operaciones de compraventa experimentaron un descenso del 11 % respecto a los elevados niveles alcanzados en 2022, pero se situaron un 12 % por encima de los contabilizados en 2019. Las adquisiciones por parte de ciudadanos extranjeros alcanzaron algo más del 19 % en 2023, porcentaje superior al observado en 2019 (próximo al 17 %) y cercano al máximo desde que se tiene registro. Este factor también explicaría, parcialmente, el descenso gradual del peso de las adquisiciones de vivienda financiadas con préstamos hipotecarios, ya que parte de los ciudadanos extranjeros podría disponer de otras fuentes de financiación.

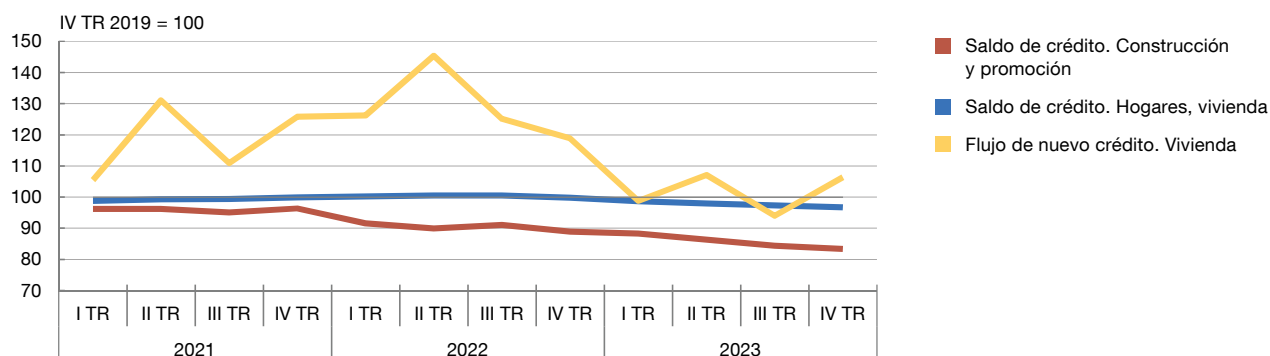
**El flujo de crédito nuevo hipotecario residencial también ha frenado su descenso en la segunda mitad de 2023.** Este flujo descendió un 10,5 % en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2023, una caída muy inferior a los descensos superiores al 20 % registrados en los tres primeros trimestres del año. A pesar de la contracción en 2023 (véase gráfico 1.8.a), el volumen anual de nuevas hipotecas residenciales se encuentra un 16 % por encima del observado en 2019, antes de la pandemia.

**La reducción del saldo de crédito hipotecario residencial se ha intensificado en la segunda mitad del año.** Así, este importe presentaba una caída interanual del 3,1 % en diciembre de 2023, frente a un 2,6 % en junio de ese año (véase gráfico 1.8.a). Además de la

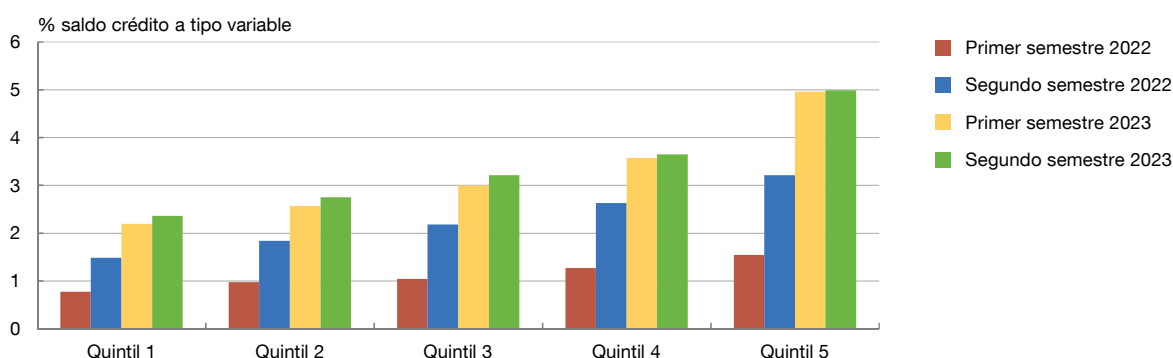
Gráfico 1.8

**La actividad crediticia en el mercado inmobiliario mantiene una ralentización notable con respecto a 2022, a lo que habría contribuido el elevado volumen de amortizaciones hipotecarias**

1.8.a Indicadores de financiación del sector inmobiliario (a)



1.8.b Amortización anticipada de hipotecas a tipo de interés variable por quintiles de renta (b)



FUENTES: CIRBE y Banco de España.

a El crédito a construcción y promoción incluye las actividades inmobiliarias.

b Hipotecas para vivienda. La renta del hogar no se observa y se imputa de acuerdo con información sobre la distribución de rentas en función del código postal que proporciona el INE. En concreto, para cada quintil el número de hipotecas es el mismo y estable en el tiempo.

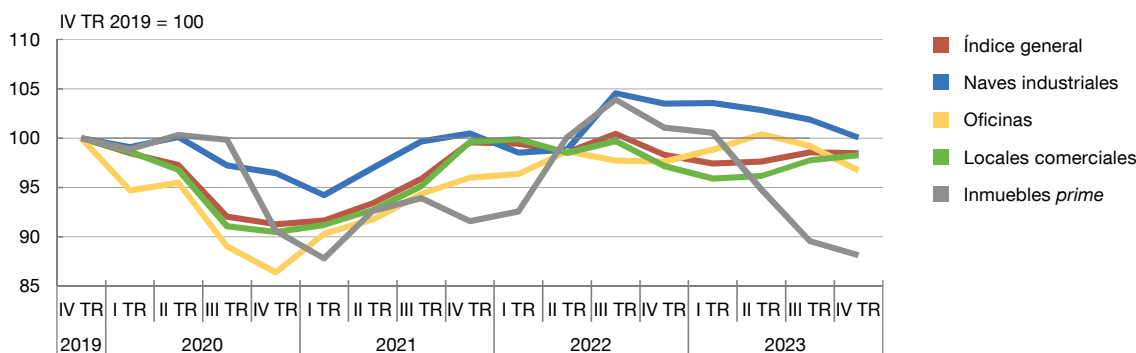
reducción del flujo de crédito nuevo, a este descenso interanual del saldo habría contribuido también el elevado volumen de amortizaciones hipotecarias, en particular en los segmentos de renta más alta y en las hipotecas a tipo variable (véase gráfico 1.8.b).

**Por el lado de la actividad constructora, en la segunda mitad de 2023 se redujeron los insumos en el sector de la construcción y, especialmente, los visados de obra nueva** (véase gráfico 1.7.a). Los desarrollos a lo largo de 2023 pudieron verse condicionados en parte por la incertidumbre y, en el caso de los insumos, además, por la climatología adversa en el último tramo del año. En los primeros meses de 2024 es previsible que se mantenga cierta atonía en ambas magnitudes, de acuerdo con la evolución reciente del componente de pedidos del indicador de confianza del sector.

Gráfico 1.9

**Los precios de los activos inmobiliarios comerciales han mostrado una evolución estable, salvo en el segmento *prime*, en el que han caído significativamente**

1.9.a Índices de precios del sector inmobiliario comercial (a)



FUENTES: Colegio de Registradores y Banco de España.

a A partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas *prime* —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Para más detalles, véase Matías Lamas y Sara Romaniega. (2022), «Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España». Documentos Ocasionales 2203, Banco de España.

**Se ha intensificado la contracción del saldo de crédito a la promoción y construcción en el segundo semestre de 2023.** El descenso interanual alcanzó el 6,2 % en diciembre y la caída acumulada desde el inicio de la crisis del COVID-19 es del 17 %, profundizando la corrección del 76 % observada en el período 2008-2019 (véase gráfico 1.8.a).

**En el segmento inmobiliario comercial, los precios de los inmuebles han experimentado variaciones reducidas en el cuarto trimestre de 2023, salvo los situados en zonas *prime*, que han descendido.** El índice general de los inmuebles comerciales se mantuvo relativamente estable en el cuarto trimestre de 2023, situándose un 0,2 % por encima de los niveles de hace un año (véase gráfico 1.9.a). Por segmentos, destacó la corrección significativa de los precios de los inmuebles localizados en zonas *prime*, que registraron en 2023 una caída próxima al 13 % interanual. El índice general y el resto de componentes —excluyendo el segmento *prime*— permanecieron en niveles cercanos, aunque en general algo inferiores, a los observados antes de la pandemia, y su evolución ha sido relativamente estable desde el inicio de 2022.

**La valoración de las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) se ha recuperado parcialmente en el período reciente.** El valor bursátil de estas empresas se ha incrementó un 6 % desde el comienzo del cuarto trimestre de 2023, en línea con lo observado en otros mercados europeos. Si bien, la cotización del sector se mantiene cerca de un 30 % por debajo de los niveles pre-pandemia.

## 1.3 Los sectores no financieros

### 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

#### *Las empresas no financieras*

**Los excedentes empresariales aumentaron en 2023, pero estos incrementos se fueron moderando a partir del segundo trimestre.** En 2023 los resultados empresariales fueron impulsados por la expansión de la facturación y de los márgenes. La aceleración de los costes salariales se vio amortiguada por la caída o desaceleración del resto de los costes de producción (materias primas y energía, entre otros). Así, según la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT), se estima que el resultado económico bruto (REB) de las empresas creció en 2023, en términos nominales, un 7 % (frente al 30 % del año anterior), con una ralentización notable a partir del segundo trimestre del año (véase gráfico 1.10.a). El detalle por sectores muestra heterogeneidad, destacando la mejoría de los resultados en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias y una ralentización menos acusada en el sector del comercio y hostelería.

**El saldo de la deuda de las empresas continuó reduciéndose de manera intensa.** El saldo de la financiación otorgada a las empresas mostró una contracción interanual superior al 1 % en febrero. Esta evolución, junto con el avance de las rentas, se tradujo en un descenso notable de la ratio de endeudamiento de las empresas. En concreto, la ratio agregada de deuda sobre PIB se situó en el 65 % del PIB a finales de 2023, nivel no observado desde 2002 y casi 3 pp inferior al del promedio de la UEM. La muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) también reflejó un descenso de la ratio de deuda sobre excedentes para el conjunto de esta muestra, así como para los distintos percentiles de endeudamiento. Además, el porcentaje de empresas de la muestra CBT con endeudamiento elevado<sup>16</sup> se ha reducido hasta el 18,2 % en el cuarto trimestre de 2023, frente al 20 % registrado en el mismo trimestre de 2022.

**A pesar de la evolución positiva de la actividad y del menor endeudamiento, el ascenso de los tipos de interés ha hecho que la carga financiera de las empresas aumente.** En particular, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, los pagos por intereses de las empresas no financieras se situaron por encima del 16 % del excedente bruto de explotación (EBE) en el cuarto trimestre de 2023, casi duplicando el registro del mismo trimestre del año anterior (véase gráfico 1.10.b).

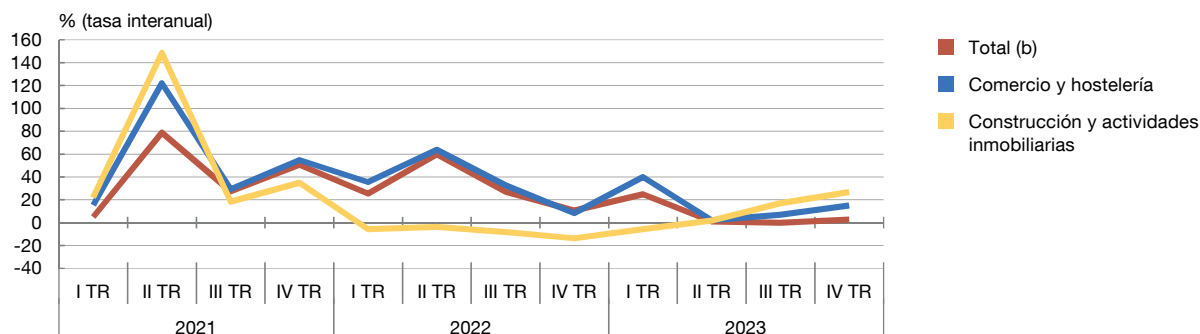
**La transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los pagos por intereses de los préstamos a tipo variable se habría completado a finales de 2023.** Dada la evolución descendente de los tipos de interés interbancarios desde octubre de 2023 y las

<sup>16</sup> Son aquellas para las que la ratio Deuda financiera neta / (REB + Ingresos financieros) es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

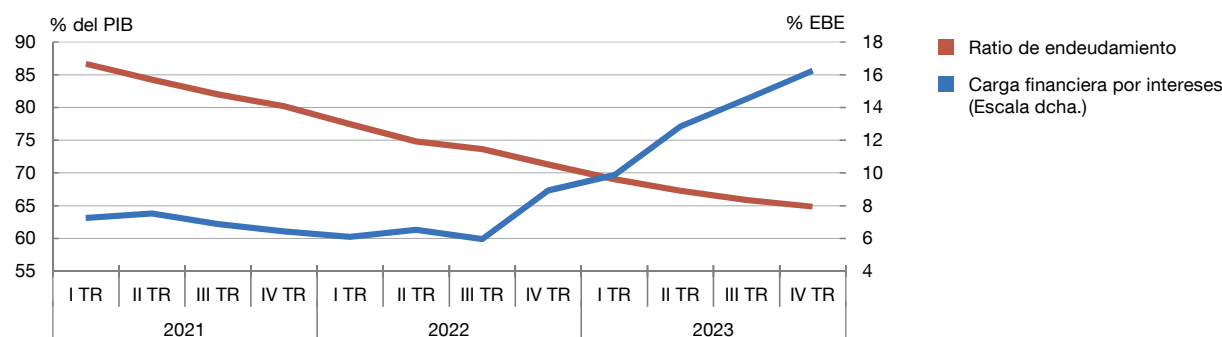
Gráfico 1.10

**Los excedentes empresariales se han ralentizado. La carga por intereses crece, a pesar de la caída del endeudamiento, y el porcentaje de empresas bajo presión financiera habría repuntado moderadamente**

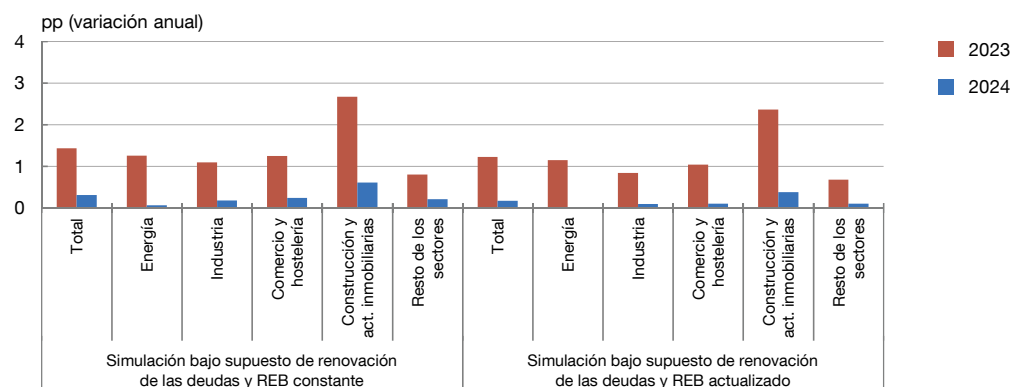
#### 1.10.a REB de las empresas no financieras españolas. AEAT (a)



#### 1.10.b Ratio de endeudamiento y carga financiera por intereses (c)



#### 1.10.c Evolución esperada del porcentaje de empresas con presión financiera elevada (d)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria y Banco de España.

a El REB se obtiene restando a la producción los consumos intermedios y los gastos de personal. Datos desestacionalizados.

b No incluye los sectores de educación, sanidad, AAPP, actividades recreativas, instituciones financieras y de seguros, y otros servicios.

c Los pagos por intereses son trimestrales, antes de la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), y no están ajustados de estacionalidad. El EBE es trimestral y está desestacionalizado.

d Una empresa tiene presión financiera elevada si su ratio de cobertura de intereses  $[(\text{REB} + \text{Ingresos financieros}) / \text{Gastos financieros}]$  es inferior a uno. Los gastos financieros de cada empresa para 2023 y 2024 se aproximan a partir de los saldos de deuda con coste y la senda esperada de tipos de interés. Los datos de 2023 son observados para las empresas que están en la CBT. Para el resto de empresas, en el escenario con REB actualizado, los excedentes se incrementan un 6,4 % en 2023, crecimiento observado con datos de la AEAT, y en un 3,7 % en 2024, en línea con el crecimiento del EBE subyacente en las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España. Se excluyen *holdings*, sedes centrales y empresas inactivas. Para mayor detalle de la metodología, véase «Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.

expectativas de mercado de que este proceso se prolongue, habría un porcentaje creciente de préstamos a tipo variable<sup>17</sup> que experimentarían reducciones en su tipo de interés en 2024<sup>18</sup>. En cualquier caso, las expectativas de los mercados apuntan a que los tipos de interés permanecerán en niveles sensiblemente superiores a los vigentes en 2021, antes del ciclo de endurecimiento monetario. Como resultado, y pese a que los tipos de interés de los préstamos nuevos ya han empezado a reducirse, es previsible que una parte de los préstamos a tipo fijo que se tengan que refinanciar a su vencimiento experimenten un aumento en su coste, ya que fueron concedidos con anterioridad al último ciclo de endurecimiento monetario.

**Los indicadores de vulnerabilidad financiera asociados a la mayor carga por intereses apuntan a un cierto deterioro, aunque existe heterogeneidad por sectores.** De acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España, en 2023 habría aumentado moderadamente el porcentaje de empresas que no pudieron cubrir los pagos por intereses de su deuda con sus resultados corrientes<sup>19</sup> (empresas con presión financiera elevada)<sup>20</sup>. Este aumento es algo más intenso en las ramas de la construcción y actividades inmobiliarias, bajo el supuesto de que las empresas hubieran renovado el total de sus deudas en 2023 (véase gráfico 1.10.c). El recuadro 3.1 profundiza en el análisis de la carga financiera asociada a la deuda bancaria para las empresas de este sector. Para 2024, teniendo en cuenta las expectativas del mercado vigentes en enero de 2024 sobre la evolución de los tipos de interés, se produciría prácticamente la estabilización del peso de la deuda en poder de las empresas con presión financiera elevada. No obstante, una desaceleración económica más pronunciada que la que subyace a este ejercicio de simulación, así como a las previsiones centrales de la economía, podría aumentar el número de empresas vulnerables, especialmente si los tipos de interés se reducen en menor medida que en el supuesto que subyace a este ejercicio.

## Los hogares

**El crecimiento del empleo, el avance de los salarios y el apoyo del sector público han seguido sustentando el aumento de las rentas de las familias en el segundo semestre de 2023.** Así, el crecimiento interanual medio del empleo fue del 3,5% en los últimos seis meses de 2023, mientras que la remuneración por asalariado se incrementó en un 5,1%. En términos ajustados de la inflación y del número de hogares<sup>21</sup>, la renta bruta disponible (RBD) experimentó un

17 Los préstamos a tipo variable representan en torno al 70 % del crédito bancario de las empresas.

18 Véase «Recuadro 1. La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 25-29.

19 A los efectos de este indicador, los resultados corrientes se calculan sin incluir gastos financieros, obteniéndose como suma del REB y los ingresos financieros.

20 Véase «Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 30-33.

21 Como deflactor de las rentas se ha utilizado el índice de precios de consumo (IPC). En 2023, el número de hogares ha crecido un 1,5%.

crecimiento interanual medio del 5,5 % en el segundo semestre (evolución algo menor al 5,9 % registrado en la primera mitad del año). A pesar de esta evolución, la RBD real por hogar se situaba en 2023 todavía algo por debajo (un 1,1 %) del nivel prepandemia. Por su parte, la percepción de los hogares sobre su situación económica futura experimentó un ligero deterioro a finales de 2023, que se ha corregido en el primer trimestre de 2024, situándose en niveles muy similares a los de mediados del año pasado de manera generalizada por tramos de renta (véase gráfico 1.11.a).

**La posición patrimonial de los hogares se ha seguido reforzando.** La ratio de deuda sobre PIB se ha situado en el 47 % del PIB en el cuarto trimestre de 2023 (véase gráfico 1.11.b), el nivel más bajo desde 2001 y 4 pp por debajo del promedio de la UEM. Esta reducción se ha visto apoyada tanto por la caída de los saldos vivos de deuda como por la inflación y el aumento de la renta en términos reales. Por su parte, la riqueza bruta de las familias creció un 4,7 % interanual a finales de 2023, impulsada tanto por la revalorización de los activos financieros como de la vivienda<sup>22</sup>.

**A pesar de la caída del endeudamiento del conjunto del sector, los pagos por intereses han seguido aumentando hasta finales de 2023.** El crecimiento de las rentas ha mitigado el incremento de la carga financiera (véase gráfico 1.11.b). De acuerdo con las simulaciones realizadas por el Banco de España para un escenario de incremento de los tipos de interés de 466 pb<sup>23</sup>, el porcentaje de hogares endeudados con una carga financiera bruta elevada — superior al 40 % de la renta del hogar— se habría incrementado, una vez tenido en cuenta el aumento medio de las rentas, únicamente en 0,7 pp entre 2020 y el tercer trimestre de 2023, hasta el 11,2 % (véase gráfico 1.11.c)<sup>24</sup>. Por niveles de renta, se habría reducido el porcentaje de familias endeudadas con carga financiera elevada en el primer quintil, mientras que los quintiles más afectados habrían sido el segundo y el cuarto (con aumentos de este porcentaje de 1,1 y 2,2 pp), lo que refleja tanto diferencias en el nivel de endeudamiento como en el porcentaje de hogares con deuda a tipo variable<sup>25</sup>. En cualquier caso, los resultados de esta simulación deben interpretarse con cautela, ya que los hogares también afrontan el encarecimiento de otros gastos esenciales. Además, el ejercicio de simulación asume un incremento de la renta entre 2020 y 2023 similar para todos los hogares e igual al observado en los datos agregados del sector, lo que también podría introducir cierto error de medición.

**En este contexto, el porcentaje de crédito dudoso en hipotecas para adquisición de vivienda ha experimentado incrementos muy moderados en 2023 para la mayoría de**

22 Según la estadística experimental del BCE de cuentas distributivas de la riqueza de los hogares, referidas al tercer trimestre de 2024, el desapalancamiento ha sido generalizado, si bien más intenso para aquellas familias cuya riqueza neta se sitúa por debajo del 50 % de la distribución. Por su parte, el aumento de la riqueza bruta también ha sido generalizado, aunque más intenso en los hogares cuya riqueza neta se sitúa en los deciles superiores.

23 Esta cifra representa el incremento máximo que ha experimentado el euríbor a doce meses (el tipo de referencia más relevante para las hipotecas) durante el reciente ciclo de endurecimiento monetario.

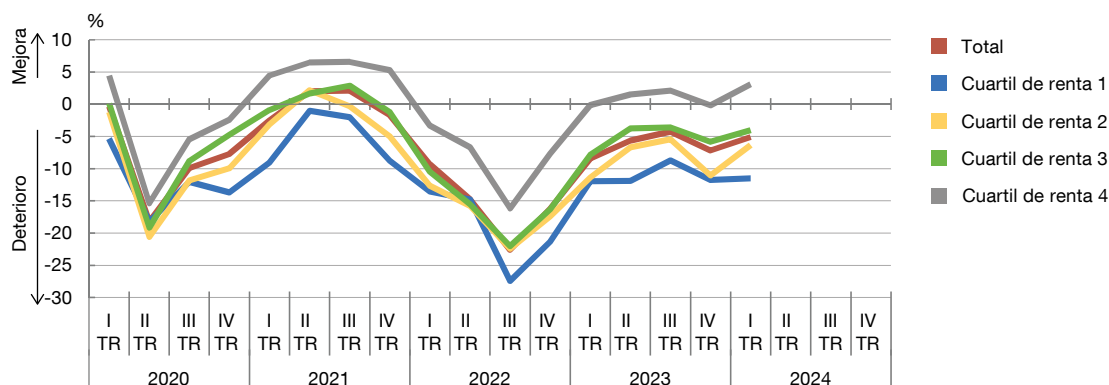
24 La diferencia en la magnitud de estos resultados con respecto a los presentados en el IEF de primavera de 2023 se debe a la inclusión en los nuevos ejercicios de un supuesto sobre evolución de la renta, mientras que las simulaciones presentadas con anterioridad correspondían a ejercicios puros de sensibilidad a los cambios de los tipos de interés.

25 De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias de 2020, el porcentaje de hogares endeudados con alguna clase de deuda a tipo variable es, aproximadamente, del 30 % para el primer quintil de renta, 40 % para el segundo y 47 %, 60 % y 66 % para los subsiguientes.

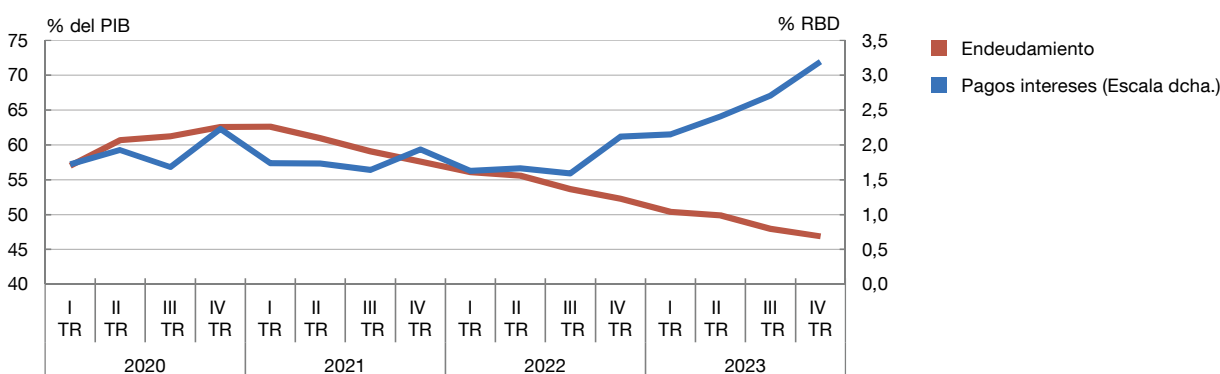
Gráfico 1.11

**Las perspectivas económicas de los hogares permanecen estables. Pese a la reducción del endeudamiento, la carga por intereses crece, aunque con un aumento limitado de la proporción de hogares con un nivel elevado de la misma**

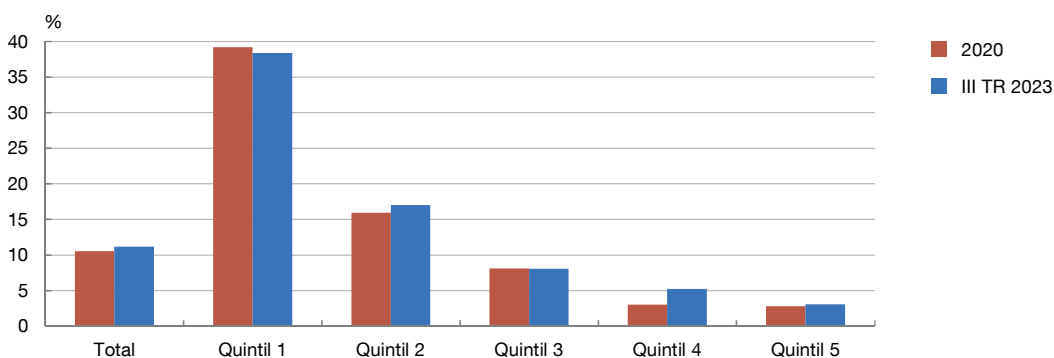
### 1.11.a Expectativas sobre la situación económica de los hogares en los próximos doce meses (a)



### 1.11.b Endeudamiento y pagos por intereses (b)



### 1.11.c Simulación del porcentaje de hogares endeudados con carga financiera elevada por quintil de renta (c)



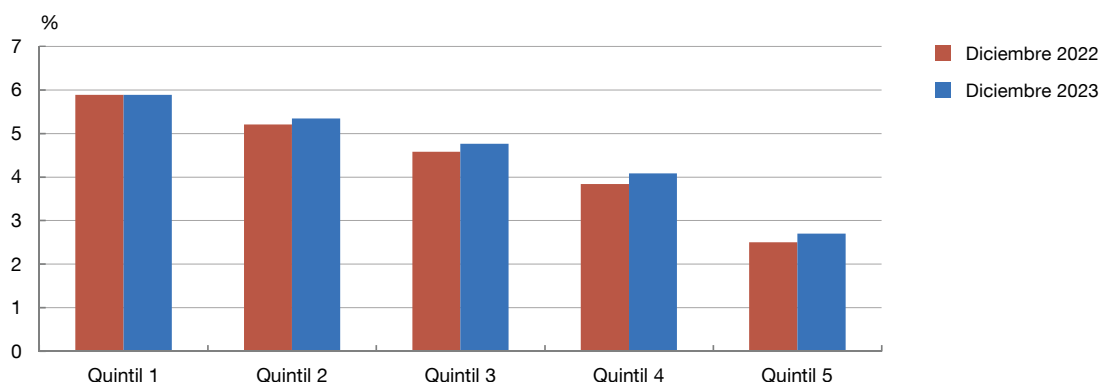
**FUENTES:** Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Encuesta sobre la confianza del consumidor. Indicador = porcentaje de hogares que esperan que su situación económica mejore mucho en los próximos doce meses  $\times 1$  + porcentaje de hogares que esperan que mejore un poco  $\times 1/2$  – porcentaje de hogares que esperan que empeore un poco  $\times 1/2$  – porcentaje de hogares que esperan que empeore mucho  $\times 1$ .
- b Los pagos por intereses son trimestrales y no están ajustados por la asignación de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) ni están ajustados de estacionalidad. La RBD es trimestral y desestacionalizada.
- c A partir de la Encuesta Financiera de las Familias 2020. La carga financiera se considera elevada si los gastos por servicio de la deuda superan el 40 % de la renta del hogar. La estimación para 2023 se realiza bajo el escenario de un aumento acumulado desde 2020 de 466 pb de los tipos de interés y del 15,6 % de la renta del hogar.

Gráfico 1.12

**El aumento de la ratio de dudosidad hipotecaria ha sido muy limitado en todos los quintiles de renta**

1.12.a Ratio de dudosos en préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda por quintiles de renta (a)

**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Para cada fecha y quintil de renta, la ratio de dudosos se define como el saldo vivo de crédito en situación dudosa (incluyendo a morosos objetivos y dudosos por razones subjetivas) sobre el total. La distribución por quintiles de renta se aproxima asignando a cada prestatario la renta bruta del hogar del código postal que proporciona el INE. El límite superior del primer quintil de renta es inferior a 28.000 euros y el límite inferior del quintil más alto es superior a 41.000 euros. Los niveles de renta corresponden al año 2021 (último disponible).

**quintiles de renta.** Nótese, de todos modos, que la magnitud de esta ratio es heterogénea por nivel de renta, observándose una relación inversa con esta. Así, en diciembre de 2023, la ratio de créditos dudosos en hipotecas para adquisición de vivienda oscilaba entre un 5,9 % y un 2,7 % entre el primer y el último quintil de renta (gráfico 1.12.a). La importancia sistémica de la mayor dudosidad en los quintiles inferiores viene limitada por el hecho de que los dos quintiles superiores de renta concentran alrededor del 75 % del crédito hipotecario.

**La transmisión de los mayores tipos de interés oficiales al coste de las hipotecas vivas se habría prácticamente completado a finales de 2023.** Dada la evolución reciente y las expectativas de mercado sobre tipos de interés interbancarios, dicho coste empezaría a reducirse en 2024<sup>26</sup>. En todo caso, las expectativas apuntan a que los tipos de interés no volverán a situarse en los próximos años en los niveles observados en 2021 antes del ciclo de endurecimiento monetario.

### 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

**El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) volvió a reducirse en 2023.** En el conjunto del año, el déficit se situó en el 3,6 % del PIB, por debajo del objetivo del Gobierno del 3,9 % y 1,1

26 Véase «Recuadro 1. La transmisión de la política monetaria al pago por intereses de la deuda bancaria de los hogares y las empresas». En Banco de España, *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*, 2.º semestre 2023, pp. 25-29.

pp inferior al registrado en 2022 (véase gráfico 1.13.a). Los ingresos públicos mantuvieron un ritmo elevado de crecimiento del 9 % en 2023, viéndose impulsados por el aumento de los salarios y el empleo, así como por la entrada en vigor de nuevos gravámenes<sup>27</sup> y mayores cotizaciones sociales<sup>28</sup>. El gasto público también creció notablemente, impulsado por la revalorización de las pensiones y el mantenimiento de algunos gastos que se habían introducido con carácter transitorio en las fases iniciales de la pandemia del COVID-19. En conjunto, se estima que el componente estructural del déficit se redujo en 0,5 pp, hasta el 3,7 % del PIB.

**Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB se redujo unos 4 pp, hasta el 107,7 % del PIB.** Esta reducción refleja el avance del PIB nominal. Dicho nivel es 13 pp inferior al máximo de 2020, pero se sitúa 9 pp por encima del observado antes de la pandemia (véase gráfico 1.13.b) y 17 pp (34 pp) por encima de la media ponderada (aritmética) de la UEM<sup>29</sup>.

**El coste medio de la deuda de las AAPP se incrementó ligeramente con respecto al nivel de 2022.** El mayor coste de las nuevas emisiones se vio compensado en buena medida por los menores intereses devengados en los bonos indicados a la inflación. Estos últimos fueron muy elevados en 2022, cuando la tasa de inflación de referencia más habitual —el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IAPC) del área del euro, excluido el tabaco— llegó a superar el 10 %, frente al 2,8 % en 2023<sup>30</sup>. En cambio, el coste de las nuevas emisiones de deuda no indicadas se elevó significativamente, hasta situarse en el 3,4 % para los valores del Tesoro, 2,1 pp más que en 2022 y 3,5 pp más que en 2021. Sin embargo, debido a que la vida media de la deuda pública se sitúa próxima a los ocho años, con lo que el volumen de nuevas emisiones tiene un peso limitado sobre el saldo, y a que la deuda que vence fue de forma general emitida a unos tipos de interés mayores a los actuales, el fuerte aumento de los costes de emisión en estos dos últimos años solo se ha traducido en un incremento de 0,4 pp en el tipo de interés medio de la deuda, hasta el 2,3 %.

**De cara a los próximos años, el coste medio de la deuda continuará elevándose.** Aunque los tipos de emisión podrían reducirse con respecto a los niveles de 2023, permanecerían altos en relación con los observados en los últimos diez años. De acuerdo con las proyecciones del Banco de España —basadas en las expectativas de tipos de interés existentes en los mercados financieros—, dicho coste medio se elevaría en unos 0,3 pp en los próximos tres años, situándose en el 2,6 % en 2026<sup>31</sup>.

27 Los gravámenes extraordinarios a empresas financieras y energéticas, el impuesto a las grandes fortunas, los impuestos sobre envases de plástico y residuos, así como los cambios en el Impuesto de Sociedades (tipo mínimo del 15 % y límite a las deducciones por compensación de pérdidas en filiales).

28 Resultado de la reforma de las pensiones.

29 Para la UEM se toman las últimas previsiones de la Comisión Europea, publicadas en noviembre de 2023.

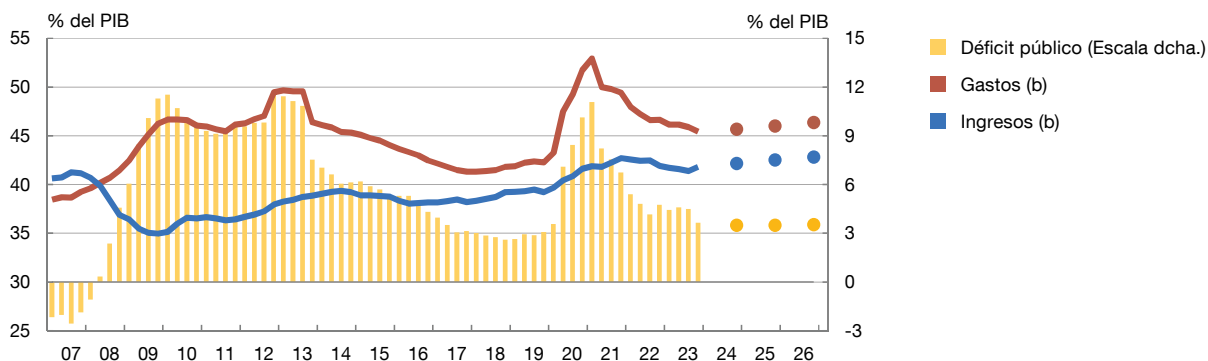
30 A cierre de 2022, los bonos indicados a la inflación suponían un 5 % del total de la deuda de las AAPP. Sin embargo, en términos de los intereses devengados ese año representaron en torno a un 25 % del total. Esta discrepancia viene explicada por el hecho de que la inflación afecta no solo a los cupones, sino también a los principales que habrá que devolver en el futuro, y porque en la Contabilidad Nacional el aumento del principal se considera intereses devengados del año en el que se produce la variación del principal.

31 No obstante, un hipotético aumento de 100 pb en los tipos de interés de mercado, tanto a corto como a largo plazo, elevaría dicho aumento hasta 0,8 pp, situando la carga financiera de la deuda en un 3,1 % del PIB en 2026, 1 pp más que en 2021.

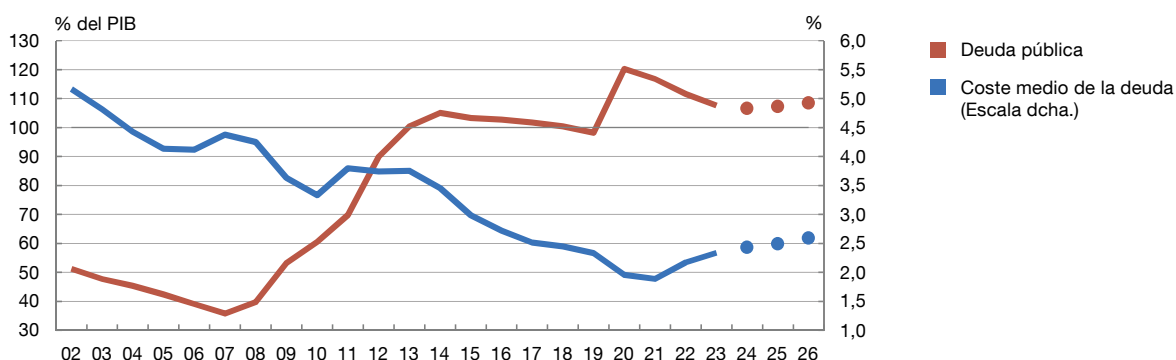
Gráfico 1.13

### Las crecientes demandas de gasto y el encarecimiento de la deuda exigen un proceso de consolidación de las finanzas públicas en España

1.13.a Evolución del saldo de las AAPP en España (a)



1.13.b Evolución de la deuda pública y su coste medio en España (a)



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

- a Los círculos corresponden a las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2024, elaboradas antes de publicarse los datos definitivos de 2023. Estos supusieron una sorpresa al alza en los ingresos públicos (y en el saldo) de 0,2 pp del PIB y cambios menores en gastos y deuda pública. El coste medio de la deuda en 2023 se situó 0,1 pp por encima del previsto en marzo.
- b Excluyendo la estimación de los recursos del programa NGEU. Estos elevan transitoriamente ingresos y gastos, pero sin efecto en el déficit.

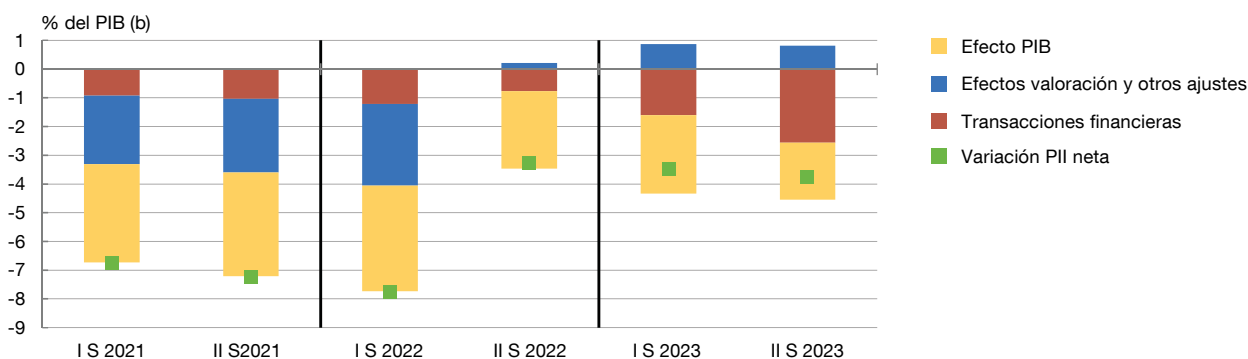
**Al incremento de la carga financiera se unirán otras presiones al alza sobre el gasto público.** Estas presiones contribuirán a la tendencia creciente proyectada para la ratio de gasto público sobre PIB (véase gráfico 1.13.a). La presión sobre el gasto público se mantendrá elevada en los próximos años como resultado de distintos fenómenos estructurales como el impacto del envejecimiento demográfico, las necesidades de inversión asociadas al cambio climático, a la digitalización y los compromisos asumidos en materia de defensa ante las tensiones geopolíticas.

**En conjunto, la deuda pública en España mostraría una senda creciente a medio y largo plazo si no se aplica un proceso de consolidación fiscal que abarque varios años** (véase gráfico 1.13.b). El proceso de consolidación necesario debe tener en cuenta las presiones por el lado del gasto, y priorizar las medidas —tanto de ingresos como de gastos— que favorezcan el crecimiento económico.

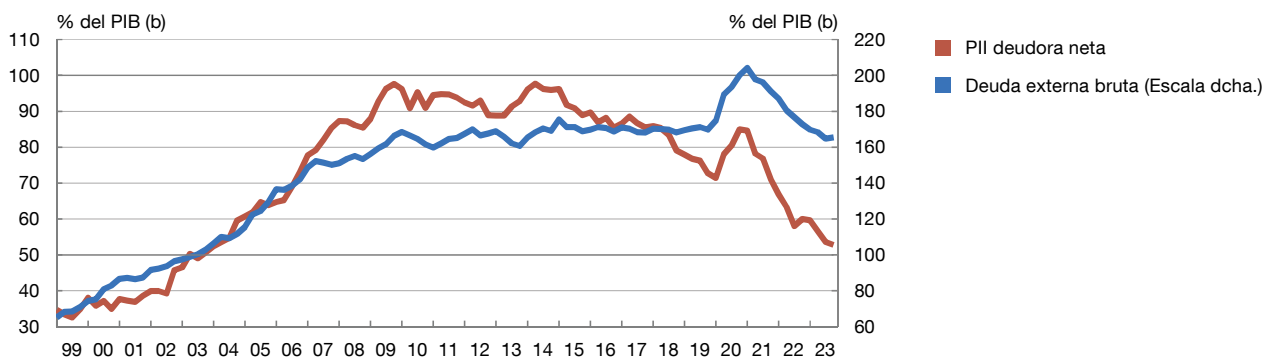
Gráfico 1.14

## Los desequilibrios exteriores continúan corrigiéndose apoyados por la capacidad de financiación y el crecimiento nominal de la economía española

1.14.a Variación de la posición de inversión internacional (PII) deudora neta y determinantes (a)



1.14.b PII deudora neta y deuda externa bruta (a) (c)



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

- a La PII deudora neta es la diferencia entre el valor de los pasivos nacionales frente al resto del mundo y el de los activos exteriores en manos de los residentes.  
b Acumulado de cuatro trimestres.  
c La deuda externa bruta está compuesta por los instrumentos financieros incluidos en los pasivos de la posición de inversión internacional, con la excepción de los de renta variable y los derivados financieros.

**El proceso de consolidación fiscal deberá cumplir con las nuevas reglas fiscales de la UE** (véase Recuadro 1.2). La posición cíclica actual de la economía española y la vulnerabilidad de nuestras finanzas públicas justificarían iniciar ya en 2024 este proceso.

### 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional

**En el segundo semestre de 2023, la economía española continuó mostrando una importante capacidad de financiación, al tiempo que se incrementó la colocación de deuda en los mercados internacionales.** En concreto, las inversiones de residentes en el exterior se concentraron en operaciones repo de las instituciones financieras monetarias

residentes. En cambio, la inversión de no residentes en nuestro país se materializó principalmente en la adquisición de deuda a largo plazo emitida por las instituciones financieras monetarias y las AAPP. Esta capacidad de financiación junto con la entrada neta de fondos en los sectores distintos al Banco de España, se reflejó en una reducción de los pasivos exteriores netos del banco central de un 20 %.

**Como resultado, la posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España continuó reduciéndose.** La ratio sobre PIB registró un recorte de 3,7 pp en el segundo semestre, hasta situarse en el 52,8 % en diciembre, apoyada en las transacciones netas y en el avance del PIB nominal. Por el contrario, las variaciones en el valor de los instrumentos financieros contrarrestaron dicha reducción, fundamentalmente debido a la apreciación experimentada por el euro en el último trimestre del año (véase gráfico 1.14.a). Este nivel supone la cifra más reducida desde principios de 2004, pero dicha cifra continúa muy por encima del umbral fijado en el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos (35 %) y alejada de la de las principales economías del área del euro<sup>32</sup>.

**De igual forma, la ratio de deuda externa bruta de España continuó su trayectoria descendente en la segunda mitad del año, hasta situarse en el 165,5 % del PIB** (véase gráfico 1.14.b). Dicha reducción reflejó el incremento del PIB nominal, ya que el saldo vivo de deuda aumentó [45 miles de millones (mm) de euros], consecuencia del aumento del saldo de deuda emitida por las AAPP y por las instituciones financieras monetarias, tanto en forma de nuevas inversiones como de incrementos en su valor de mercado. En todo caso, el elevado volumen de deuda externa (2.419 mm de euros) de la economía española continúa suponiendo un elemento de vulnerabilidad, en particular si se tiene en cuenta que potenciales refinanciaciones se realizarán en un contexto de tipos de interés más elevados. No obstante, la composición de estos pasivos, con plazos medios de amortización dilatados, y el hecho de que el 27 % sea deuda de las AAPP y el 22 % pasivos del Banco de España (que no tienen vencimiento explícito) siguen mitigando parte de este riesgo.

---

32 Alemania e Italia presentan una PII acreedora y Francia tiene una PII deudora del 28 % del PIB.

**EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA**

La actividad económica global se desenvuelve en los últimos trimestres en un contexto de elevada incertidumbre, asociada en gran parte a eventos geopolíticos, como las tensiones en Oriente Medio o la prolongación de la guerra en Ucrania.

La actividad de los agentes económicos incluye en todo momento elementos de riesgo e incertidumbre. Las familias, las empresas y los gobiernos —al adoptar sus decisiones de consumo, ahorro, inversión y contratación, o los criterios de concesión de crédito que fijan las entidades financieras—, tienen que elaborar ciertas hipótesis sobre la evolución futura de determinadas variables (por ejemplo, el coste de la energía o la demanda de un determinado bien o servicio). Esto conlleva la asignación —subjetiva u objetiva— de probabilidades a los posibles valores de estas variables. Y en este proceso de toma de decisiones, los agentes son conscientes de que tanto los factores de carácter doméstico como los de carácter global influyen en esos escenarios futuros y en sus probabilidades de materialización.

No obstante, cuando se producen aumentos muy pronunciados de la incertidumbre, estas decisiones de los agentes se ven distorsionadas. En efecto, un conjunto amplio de estudios identifica que estos picos de incertidumbre pueden afectar de manera desfavorable a los agentes, inhibiendo o reduciendo sus compras u

inversiones. Por lo tanto, esto afectaría negativamente a la actividad económica en su conjunto<sup>1</sup>.

Los economistas usan medidas empíricas alternativas para tratar de medir la incertidumbre, ya que esta no es una variable observable. Algunas medidas habituales de incertidumbre económica, por ejemplo, utilizan la volatilidad observada en los mercados de valores<sup>2</sup>, el índice VIX<sup>3</sup>, la dispersión de las previsiones de expertos o empresas<sup>4</sup>, la variabilidad común de los componentes no predecibles en modelos econométricos<sup>5</sup> o los errores de previsión calculados sobre la base de modelos estadísticos utilizados en tiempo real<sup>6</sup>.

Existen también indicadores del riesgo geopolítico, elaborados en función de la frecuencia con la que aparecen en la prensa términos relacionados con eventos de ese tipo<sup>7</sup>. Otros trabajos miden la incertidumbre vinculada al curso futuro de la política económica a través del análisis textual (véase *Economic Policy Uncertainty*, EPU<sup>8</sup>), también adaptado al caso de España<sup>9</sup>. Finalmente, otros estudios usan las respuestas subjetivas de los agentes económicos a preguntas sobre cómo perciben la incertidumbre para aproximar este concepto<sup>10</sup>.

Con respecto a la evidencia más reciente sobre la evolución de la incertidumbre, a nivel global, las señales que se derivan de estos indicadores son mixtas. Los aumentos de la percepción de incertidumbre se concentran

- 1 La literatura sobre el impacto de *shocks* de incertidumbre en la actividad económica es muy extensa. Véase, por ejemplo, Corinna Ghirelli, Maria Gil, Javier J. Pérez y Alberto Urtasun. (2021). «Measuring economic and economic policy uncertainty and their macroeconomic effects: the case of Spain», *Empirical Economics*, 60, pp. 869-892.
- 2 Nicholas Bloom. (2009). «The impact of uncertainty shocks», *Econometrica*, 77(3), pp. 623-685.
- 3 El índice VIX es una medida de la volatilidad esperada constante de 30 días del mercado de valores de los Estados Unidos, derivada de los precios en tiempo real de las opciones de compra y venta del índice S&P 500. A nivel global, es una de las medidas de volatilidad más reconocidas, ampliamente reportada por los medios financieros y seguida estrechamente y de forma diaria por una variedad de participantes de los mercados financieros.
- 4 Rüdiger Bachmann, Steffen Elstner y Eric R. Sims. (2013). «Uncertainty and economic activity: evidence from business survey data», *American Economics Journal: Macroeconomics*, 5(2), pp. 217-249.
- 5 Kyle Jurado, Sydney C. Ludvigson, Serena Ng. (2015). «Measuring uncertainty», *American Economic Review*, 105(3), pp. 1177-1216.
- 6 Chiara Scotti. (2016). «Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises», *Journal of Monetary Economics*, 82, pp. 1-19.
- 7 Dario Caldara y Matteo Iacoviello. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, 112(4), pp. 1194-1225.
- 8 El EPU es un indicador textual de incertidumbre acerca las políticas económicas basado en la prensa, primeramente elaborado para Estados Unidos por Nicholas Bloom, Scott Baker y Steven Davis (2016) «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636. El indicador se calcula a partir del número de artículos que contienen simultáneamente al menos una palabra clave relacionada con las categorías «incertidumbre», «economía» y «política». Sucesivamente, estos autores han aplicado la misma metodología para construir indicadores EPU para otros países. Datos disponibles [online](#).
- 9 El indicador EPU para España es construido por el Banco de España a partir de la prensa española. Considera los principales periódicos a nivel nacional desde enero de 1997 hasta la fecha actual (El País, El Mundo, La Vanguardia, ABC, Expansión, Cinco Días, y El Economista). Véase Corinna Ghirelli, Javier J. Pérez y Alberto Urtasun. (2019). «A new economic policy uncertainty index for Spain», *Economic Letters*, 182, pp. 64-67.
- 10 Alejandro Fernández Cerezo y Mario Izquierdo. (2024). «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2024», *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 08.

**EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (cont.)**

Gráfico 1  
Índice de riesgo geopolítico (a)

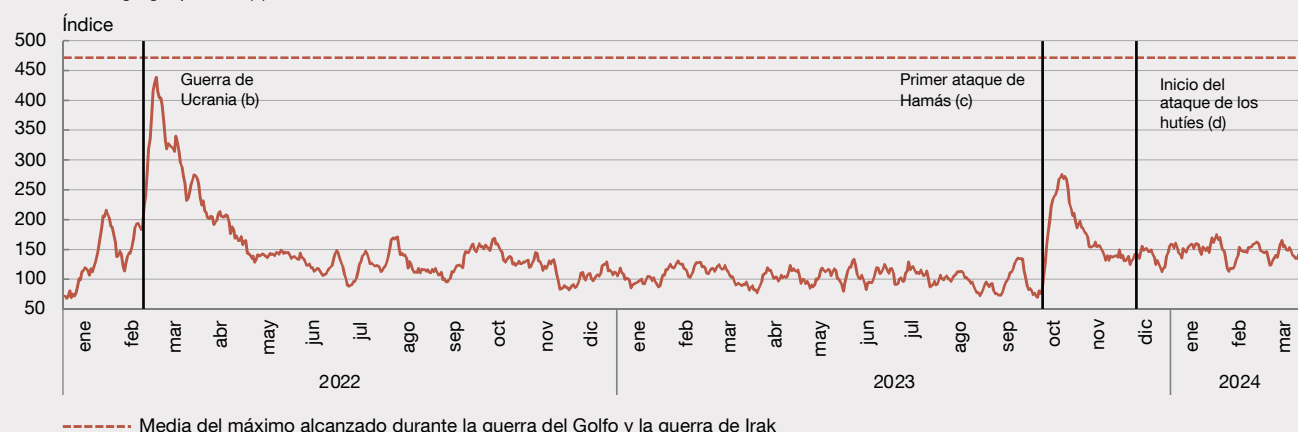


Gráfico 2  
Incertidumbre global. VIX (e)

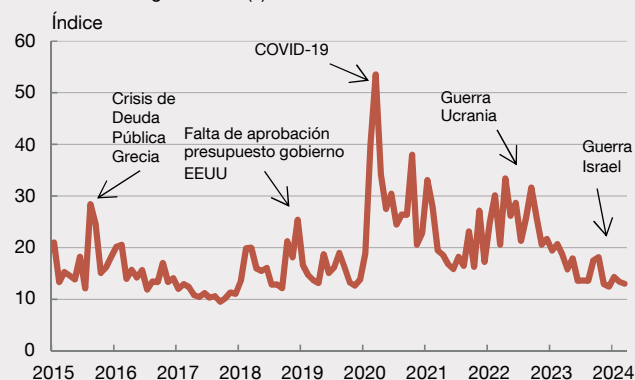
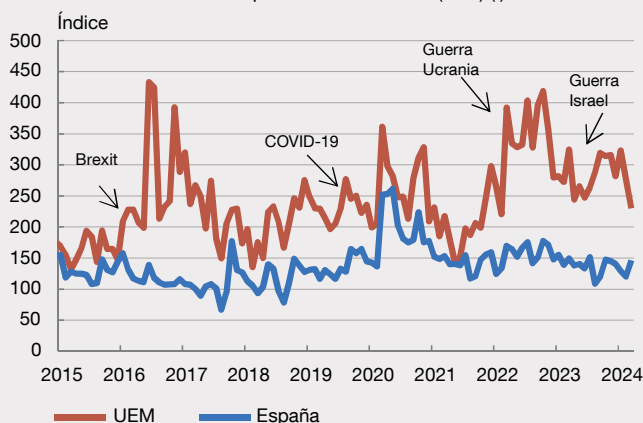


Gráfico 3  
Incertidumbre acerca de las políticas económicas (EPU) (f)



FUENTES: Chicago Board Options Exchange (CBOE), Factiva DJ y elaboración propia.

- a El índice de riesgo geopolítico (GPR) es un indicador textual de riesgo geopolítico elaborado por economistas de la Reserva Federal de Estados Unidos. Datos disponibles [online](#). Media móvil 7 días, 1985-2019 = 100.
- b El 24 de febrero de 2022 empezó la guerra en Ucrania con la invasión de Rusia.
- c El 7 de octubre de 2023 se registró un ataque del grupo paramilitar palestino Hamás en el sur de Israel, considerado como el más grave sufrido por el país desde su creación.
- d El 10 de diciembre de 2022 los hutíes lanzaron varios drones y misiles contra barcos en el mar Rojo.
- e El índice VIX es una medida de la volatilidad esperada constante de 30 días del mercado de valores de los Estados Unidos, derivada de los precios en tiempo real de las opciones de compra y venta del índice S&P 500. Valores elevados indican estrés en la bolsa, y valores superiores a 30 indican fuerte incertidumbre.
- f El índice EPU es un indicador textual de incertidumbre acerca de las políticas económicas y se expresa en desviación respecto a su promedio histórico igual a 100. El EPU para España es elaborado por el Banco de España, mientras que el EPU para el área del euro está construido por Nicholas Bloom, Scott Baker y Steven Davis. (2016). «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636. Datos disponibles [online](#).

en el riesgo geopolítico —índice GPR, *Geopolitical Risk*, por sus siglas en inglés— ampliamente utilizado en la literatura científica<sup>11</sup>. Dicha percepción se ha incrementado considerablemente desde el comienzo de las tensiones en

Oriente Medio en octubre de 2023: desde el 7 de octubre, coincidiendo con el primer ataque de Hamás a Israel, este índice ha doblado su valor respecto al promedio de 2023 (véase gráfico 1), aunque se mantiene muy por debajo de

11 El índice de riesgo geopolítico (GPR) es un indicador textual elaborado y publicado por economistas de la Reserva Federal de Estados Unidos. Véase Dario Caldara y Matteo Iacoviello. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, 112(4), pp. 1194-1225. Datos disponibles [online](#).

**EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (cont.)**

Gráfico 4  
Impacto de *shock* de incertidumbre sobre el PIB: España (a)

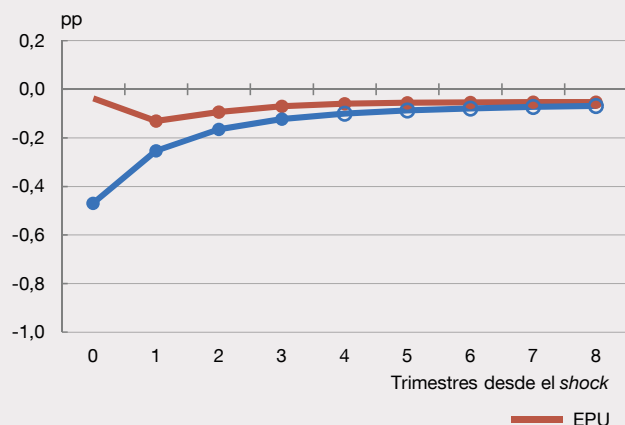
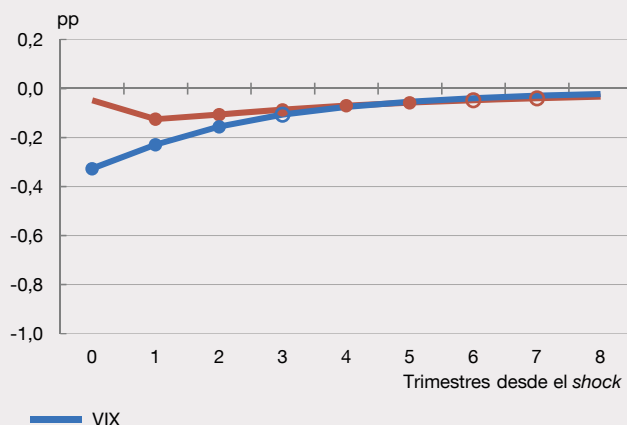


Gráfico 5  
Impacto de *shock* de incertidumbre sobre el PIB: UEM (a)



FUENTES: Chicago Board Options Exchange (CBOE), Factiva DJ y elaboración propia.

a Ambos gráficos muestran respuestas a un *shock* positivo de una desviación estándar en el EPU (línea roja) y en el VIX (línea azul). Los círculos llenos (vacíos) indican significatividad estadística al 5 (10)%; línea sólida, sin significación estadística. El modelo VAR para el caso de España incluye las siguientes variables: el índice EPU, el diferencial con los bonos soberanos alemanes a diez años, el crecimiento intertrimestral del PIB y la inflación; el VIX se incluye como variable exógena en primera posición, imponiendo que su ecuación no dependa de las otras variables retrasadas, sino solo de su propia historia. En el caso del área del euro, se estima el mismo modelo, solo que se considera el diferencial entre los bonos alemanes y los de EEUU como *proxy* del *spread* europeo.

los aumentos registrados en 2022 por la guerra ruso-ucraniana. Sin embargo, este aumento no parece haberse trasladado a un incremento de incertidumbre económica global si se atiende, por ejemplo, a uno de los indicadores más usados para medir la incertidumbre global de naturaleza financiera, el VIX (véase gráfico 2).

En el ámbito doméstico, el indicador de incertidumbre sobre el curso futuro de las políticas económicas no parece haberse visto afectado por estos acontecimientos, o por otros de carácter doméstico (véase gráfico 3). Sin embargo, en la encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE) del primer trimestre de 2024 se percibió, por segundo trimestre consecutivo, la incertidumbre como el principal factor condicionante de la actividad, afectando negativamente a alrededor de un 60 % de las compañías. En el conjunto de la UEM sí que se percibiría un aumento del indicador de incertidumbre

sobre las políticas económicas desde el inicio de la guerra entre Israel y Hamas.

Estos indicadores tienen un carácter contemporáneo, ya que captan las percepciones de los agentes en un momento dado del tiempo. Por la propia naturaleza de la incertidumbre, no es perfectamente cuantificable en cada momento y puede variar en el tiempo en la medida en que los agentes reciban un flujo de información imperfecta y compleja de interpretar.

Estas consideraciones ponen de relieve la importancia del análisis de la sensibilidad de la actividad económica ante posibles mayores aumentos de la incertidumbre percibida por los agentes. Para ello, en este recuadro empleamos un método de estimación basado en modelos del tipo VAR (vectores autorregresivos), en los que se incorporan los indicadores de incertidumbre mencionados anteriormente<sup>12</sup>.

12 Se añaden también como variables de control adicionales el diferencial de la deuda soberana (en el modelo para España, este diferencial se define como el diferencial entre la deuda soberana española y la alemana; en el modelo para el área del euro, se define como el diferencial entre la deuda alemana y la de Estados Unidos) y un índice de precios, de cara a tener en cuenta los posibles efectos de las variables financieras y nominales sobre los diferentes indicadores de incertidumbre. Asimismo, en el análisis se tiene en cuenta el efecto de la incertidumbre proveniente del entorno exterior, en particular de la Unión Europea, lo que permite aislar los efectos de perturbaciones idiosincrásicas nacionales. En concreto, el modelo VAR para el caso de España incluye las siguientes variables: el índice EPU, el diferencial con los bonos soberanos alemanes a diez años, el crecimiento intertrimestral del PIB y la inflación; el VIX se incluye como variable exógena en primera posición, imponiendo que su ecuación no dependa de las otras variables retrasadas, sino solo de su propia historia. En el caso del área del euro, se estima el mismo modelo, solo que se considera el diferencial entre los bonos alemanes y los de Estados Unidos como *proxy* del *spread* europeo.

**EL IMPACTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA (cont.)**

El gráfico 4 contiene las respuestas del PIB de España ante aumentos inesperados tanto de la incertidumbre global como de la nacional<sup>13</sup>. Se aprecia que las perturbaciones de incertidumbre causan reducciones materiales del PIB. Estos impactos difieren en función de si la perturbación es de origen externo o interno.

Un *shock* externo y de naturaleza financiera tiene un impacto negativo en el PIB mayor —0,4 pp en el trimestre contemporáneo—, pero también de duración más corta (ya que se mantiene estadísticamente significativo al 5 % solo durante los primeros cuatro trimestres después del *shock*). En cambio, un *shock* de incertidumbre de origen interno y de naturaleza relacionada con las políticas económicas tiene un impacto menor en el PIB —siendo el máximo impacto de 0,1 pp pasado un trimestre— pero más persistente, ya que se mantiene estadísticamente significativo al 5 % aun pasados dos años (véase gráfico 4). Es habitual en la literatura que un *shock* de origen global y de naturaleza financiera afecte con mayor intensidad a la economía. Sin embargo, la persistencia del *shock* local muestra que este caso es relevante de cara a identificar riesgos en el crecimiento de medio plazo para España.

Si se compara con el área del euro, la respuesta del PIB a un *shock* del EPU (local) es parecida a la de España y tiene un tamaño máximo de 0,13 pp que se reduce a lo largo del tiempo, pero cuyo efecto permanece hasta ocho trimestres después del *shock*. Como en el caso de España, el *shock* de incertidumbre global tiene un impacto mayor en el PIB, alcanzando 0,3 pp, y el efecto continúa siendo negativo y significativo durante cuatro trimestres (véase gráfico 5). En comparación, el *shock* global tiene para el conjunto de la UEM un impacto algo menor y menos persistente que para el caso de España, en el que causa una mayor desestabilización. Tales resultados sugieren que, en el contexto actual de incertidumbre económica, cobra especial relevancia continuar monitorizando la evolución de estos indicadores, cuyo repunte podría plantear riesgos sobre el crecimiento. Es asimismo necesario tener en cuenta que los repuntes de incertidumbre pueden afectar a la estabilidad financiera por múltiples canales más allá del crecimiento, como es el caso de las primas de riesgo, expuestas en el texto principal de este informe.

13 El tamaño del *shock* corresponde a una desviación estándar del *shock* estructural estimado en el modelo. Para el EPU de España, esto corresponde aproximativamente al repunte relacionado con las elecciones generales de noviembre 2011 o a la mitad del repunte relacionado con la crisis de financiera de 2008. Para el VIX, el *shock* estructural considerado corresponde al repunte relacionado con el desplome de la bolsa en China de agosto de 2015.

## LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA

Tras el acuerdo entre el Consejo y el Parlamento Europeo, se espera que en las próximas semanas se ratifique la reforma del marco de gobernanza económica de los países de la Unión Europea<sup>1</sup>, que afectará en particular a las reglas fiscales. Su diseño tiene especial relevancia de cara a garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países de la UE<sup>2</sup>, y, de esta manera, evitar riesgos para la estabilidad financiera. Esto es especialmente cierto en un contexto en el que, tras la activación de la cláusula de escape, varios países de la Unión Económica y Monetaria (UEM), incluido España, han acumulado elevados saldos deficitarios en términos estructurales (de -3,1 % para el promedio de la UEM en 2023, según las previsiones de la Comisión Europea, y de -3,7 % en España, de acuerdo con las previsiones del Banco de España) y niveles elevados de endeudamiento público (superiores al 100 % del PIB, como es el caso de España).

El nuevo marco pretende normalizar la situación de las finanzas públicas de la UEM mediante un tratamiento diferenciado de los esfuerzos de consolidación nacionales, considerando el nivel de deuda y los riesgos fiscales específicos de cada país. Para ello, se basa en la elaboración de planes a medio plazo por parte de los estados miembros, que incluyan compromisos en forma de senda de gasto, reformas estructurales y planes de inversión pública.

En el caso de los países más endeudados, la senda de gasto debe asegurar que la relación entre la deuda pública y el PIB se sitúe en una trayectoria descendiente de forma plausible hacia el valor de referencia del 60 %, bajo la condición de que el déficit público se mantenga por debajo del 3 % del PIB a medio plazo. El período de ajuste para alcanzar estos objetivos es de cuatro años, aunque puede extenderse hasta siete si se implementan inversiones y reformas estructurales que mejoren el crecimiento potencial o la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Los objetivos de estabilización fiscal mencionados se expresan mediante un único instrumento: la senda plurianual del gasto primario neto<sup>3</sup>, que se establece en función de una

trayectoria de referencia elaborada por la Comisión Europea, a través de un análisis específico de la sostenibilidad de la deuda en cada país. Además, el nuevo marco contempla también requisitos adicionales (salvaguardas) de forma que la senda de gasto cumpla ex ante con unos ajustes mínimos en el déficit y/o la deuda con el fin de garantizar la predictibilidad del marco, y la generación de *buffers* fiscales.

En el caso de España, el nivel de endeudamiento público es muy alto, superior al de la mayoría de los países de la UEM (véase gráfico 1). Así, a finales del año 2023, la ratio de deuda pública sobre PIB en España, del 107,7 % del PIB, se situó más de 30 puntos porcentuales (pp) (17 pp) por encima de la media simple (ponderada) de la UEM, y también ligeramente por encima del percentil 75 de los países del área del euro.

En este contexto, cobra especial relevancia la identificación de los riesgos para la sostenibilidad de este nivel de endeudamiento, uno de los pilares del diseño de los planes de ajuste multianuales en el nuevo marco europeo de gobernanza económica. En la actualidad, se perciben elementos tanto de medio como de largo plazo, que constituyen fuentes de vulnerabilidad para la dinámica futura de la deuda pública.

Uno de los elementos centrales de esta dinámica es el diferencial entre el coste de financiación de los gobiernos y el crecimiento económico de un país.

Si bien el diferencial entre el tipo de interés implícito sobre el saldo total de deuda y el crecimiento nominal de la actividad económica habría registrado una mejora desde 2019 hasta la actualidad, situándose en 2023 en niveles negativos (de en torno a -6,2 pp en el caso de España, según los datos más recientes, y -5,8 pp en el caso de la UEM, según las previsiones de la Comisión Europea), las perspectivas para los próximos años señalan que esta tendencia revertiría de manera significativa. Así, y según las previsiones más recientes del Banco de España y la Comisión Europea, este diferencial podría corregirse en casi 5 pp en España en los próximos dos años y en más

1 Véase [comunicado del Consejo Europeo](#).

2 Véase Mario Alloza, Javier Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico». Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España.

3 El concepto de gasto primario neto al que se refiere el nuevo marco de gobernanza económica excluye, además del gasto por intereses, el financiado con recursos europeos así como la cofinanciación nacional de programas europeos, el gasto cíclico por desempleo, las medidas puntuales y temporales, o las medidas discrecionales de ingresos.

## LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

Gráfico 1

La deuda pública española en el contexto europeo (a)

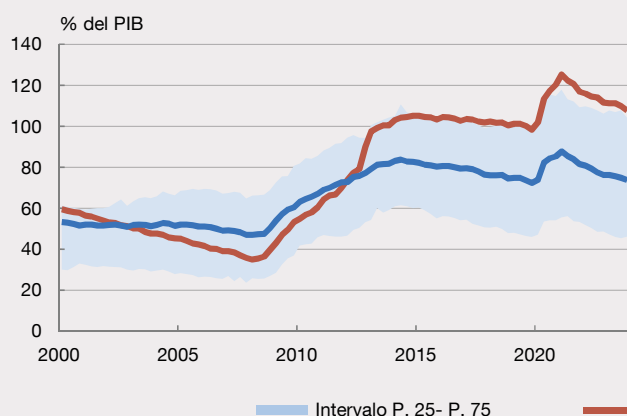
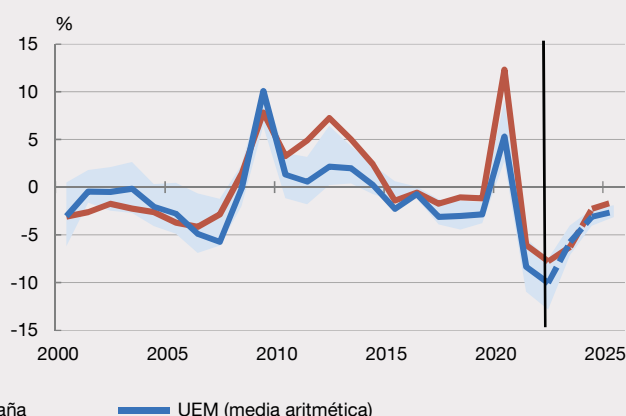


Gráfico 2

Diferencial tipo de interés - crecimiento nominal (b)



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea y Banco de España.

a Estimaciones de noviembre de 2023 de la Comisión Europea para el cuarto trimestre de 2023 (excepto para España).

b Este diferencial se calcula utilizando el tipo de interés implícito de la deuda pública y la tasa de crecimiento del PIB nominal. El tipo de interés implícito se calcula como la ratio entre la carga de intereses y el stock de deuda pública del período anterior.

de 3 pp en el caso de la UEM, aunque se mantendría en valores negativos (véase gráfico 2).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el paulatino envejecimiento de la población se traduce en presiones al gasto público (como, por ejemplo, los relacionados con las pensiones o la sanidad). En el caso de España, se estima que el gasto en pensiones sobre el PIB podría aumentar en más de 2 pp durante las próximas dos décadas (y en casi 1 pp en la UEM)<sup>4</sup>, en ausencia de reformas significativas. A esta tendencia demográfica cabría añadir otros desafíos de largo plazo como el aumento del gasto en defensa<sup>5</sup> y las necesidades de inversión pública para la transición climática<sup>6</sup>.

Las implicaciones de medio y largo plazo de estos desarrollos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas

pueden ser analizadas, de manera más formal, a través de las herramientas DSA (por sus siglas en inglés, correspondientes a *Debt Sustainability Analysis*). Se trata de modelos estilizados que, teniendo en cuenta la interrelación entre actividad económica, condiciones financieras y política fiscal, pueden proyectar diferentes dinámicas de la deuda para identificar las vulnerabilidades en la sostenibilidad de las finanzas públicas. En concreto, estos modelos relacionan la evolución de la deuda pública con las sendas esperadas de sus determinantes mediante ecuaciones que describen la evolución del PIB real, la inflación y los tipos de interés<sup>7</sup>.

Con el objetivo de lograr una caracterización más completa de estas dinámicas para el caso de España, se considera un modelo que incorpora explícitamente la incertidumbre relacionada con la evolución del entorno

4 Véase Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023). «Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía», que incluye los cambios derivados de la reciente reforma de pensiones en España, y Comisión Europea. (2021). «The 2021 Aging Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)». respectivamente.

5 Véase Demosthenes Ioannou, y Javier J. Pérez (eds.) (2023). «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment», Occasional Paper Series, 311, European Central Bank.

6 Véase European Commission. (2024). «Securing our future. Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050, building a sustainable, just and prosperous society», Staff Working Document, 63. European Commission.

7 Véase Pablo Hernández de Cos, David López-Rodríguez y Javier J. Pérez. (2018) «Los retos del desapalancamiento público». Documentos Ocasionales, 1803, Banco de España; y Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, y Javier J. Pérez. (2022). «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool». Documentos Ocasionales, 2210, Banco de España; para una aplicación concreta.

## LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

Gráfico 3

Senda simulada de deuda pública/PIB en España en ausencia de un plan de consolidación

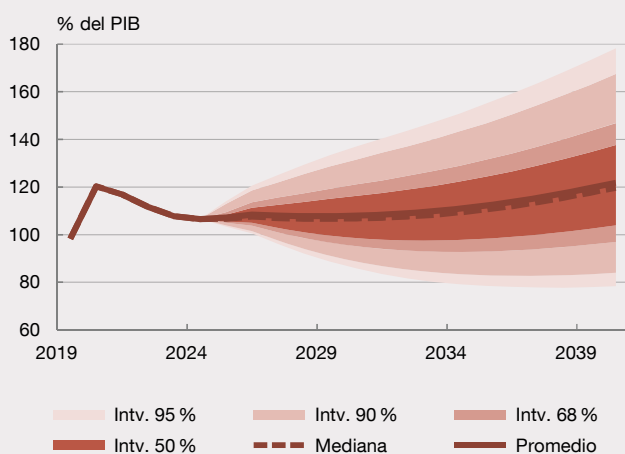
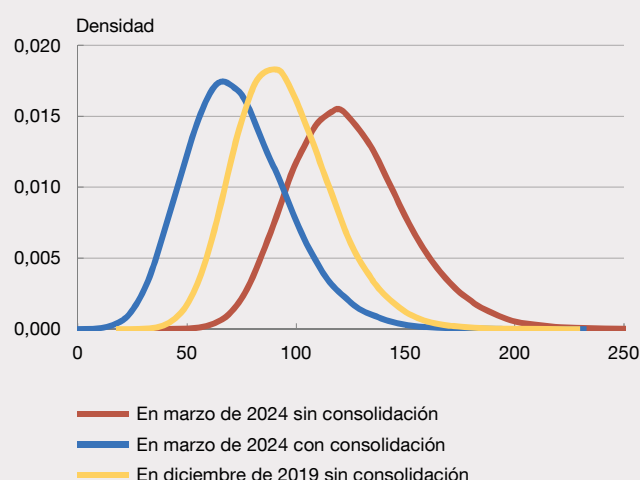


Gráfico 4

Distribución de las ratios de deuda pública/PIB en España en 2040 en distintos escenarios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AIREF y Banco de España.

macrofinanciero. Así, y en base a la evidencia empírica reciente, este modelo permite generar un amplio número de trayectorias de deuda que ilustran las vulnerabilidades relacionados con el entorno macrofinanciero y cómo estas varían a lo largo del tiempo bajo distintos supuestos de esfuerzo fiscal<sup>8</sup>.

Así, el gráfico 3 muestra la evolución esperada de la ratio de deuda pública de España hasta el año 2040 bajo el supuesto de ausencia de cambios en las políticas fiscales y presupuestarias (lo que supondría un incumplimiento de las nuevas reglas fiscales). Esto situaría de forma esperable la deuda pública en niveles cercanos al 108 % del PIB en 2026 y en el entorno del 120 % en el año 2040.

Además, teniendo en cuenta la incertidumbre proveniente del entorno macrofinanciero, esta ratio se situaría, en la gran mayoría de las posibles sendas simuladas (85 % de los casos), incluso en muchas de las que incluyen fases expansivas más intensas y duraderas que el escenario central o condiciones de financiación más favorables, por

encima de los niveles de endeudamiento alcanzados con anterioridad a la pandemia (98 % del PIB en 2019).

Debido al actual punto de partida más adverso de las finanzas públicas, así como a los cambios en las condiciones de financiación, el escenario de largo plazo que se dibuja en esta simulación es significativamente menos favorable que el que se habría proyectado con la información disponible en diciembre de 2019. En ese caso (línea de color amarillo en el gráfico 4), la distribución de las posibles ratios de deuda pública sobre PIB habría mostrado una imagen más benigna, en la que solo se habrían alcanzado niveles de endeudamiento del 120 % del PIB en algo más del 10 % de las posibles sendas simuladas, las más adversas.

Con todo, y con la información disponible en el último ejercicio de previsiones del Banco de España de marzo de 2023, la implementación de un plan de consolidación presupuestaria caracterizado por un esfuerzo de 0,5 % del PIB, hasta lograr un equilibrio en el saldo estructural<sup>9</sup>, mostraría una dinámica sustancialmente diferente<sup>10</sup>. En este escenario, la ratio de

8 Véase Mario Alloza, Jorge Martínez, Juan Rojas y Iacopo Varotto. (2024). «La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español». Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima aparición.

9 El saldo estructural se refiere a la diferencia entre los ingresos y los gastos públicos una vez ajustados de los efectos de ciclo económico.

10 Este esfuerzo sería, a grandes rasgos, coherente con el nuevo marco europeo de gobernanza económica, según algunos cálculos preliminares de Bruegel para un plan de siete años.

## LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

deuda pública sobre PIB mostraría una senda decreciente y sostenida que llegaría, en términos medios, a niveles cercanos al 75 % del PIB en el año 2040 (línea de color rojo en el gráfico 4). En dicho contexto, y a pesar de los posibles cambios en las condiciones macrofinancieras, este esfuerzo de consolidación conseguiría reducir la ratio de endeudamiento público por debajo de los niveles pre-pandemia en casi el 90 % de las sendas simuladas.

El análisis de estas dinámicas de deuda pone de manifiesto la necesidad de implementar, con la mayor celeridad posible y en el contexto europeo del nuevo marco de gobernanza económica, un plan de consolidación de las finanzas públicas que suponga una reducción gradual del endeudamiento y una mejora de la capacidad de resiliencia de la economía española para hacer frente a los desafíos futuros.

La implementación de este plan de consolidación es un aspecto clave para el correcto funcionamiento de la política monetaria en el contexto de la UEM<sup>11</sup>.

Además, mantener un nivel elevado de deuda pública limita la capacidad de la política fiscal para responder a futuras perturbaciones económicas. Un simple análisis descriptivo de los datos internacionales sobre el comportamiento de la deuda pública tras una recesión pone de manifiesto la necesidad de generar buffers fiscales suficientemente amplios para posibilitar posibles actuaciones futuras de política fiscal. A modo de ejemplo, la deuda pública de la UEM ha aumentado, en términos medios, en torno a 20 pp en los cinco años posteriores a una recesión<sup>12</sup>.

El mantenimiento de un elevado nivel de endeudamiento y déficit público supone también un elemento de vulnerabilidad antes cambios en la percepción por parte de los mercados financieros, que aumentarían el coste de financiación del sector público con riesgos de traslación al sector privado, incluido el sector bancario<sup>13, 14</sup>. Estos escenarios podrían afectar a la actividad económica real y con ello empeorar adicionalmente las perspectivas de sostenibilidad de las finanzas públicas.

- 
- 11 Véase, por ejemplo, Fernando Broner, Aitor Erce, Alberto Martin y Jaume Ventura. (2014). «Sovereign debt markets in turbulent times: Creditor discrimination and crowding-out effects». *Journal of Monetary Economics*, 61, pp. 114-142, artículo que analiza el contexto de turbulencia financiera que resulta en una sustitución del crédito privado por endeudamiento público, produciéndose un efecto expulsión de la inversión privada productiva.
  - 12 Véase Mario Alloza, Juan Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico». Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España.
  - 13 Véase Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier, y Gernot J. Müller. (2013). «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability». *Economic Journal*, 123(566), pp. F99-F132.
  - 14 Véase el capítulo 5 de Kris James Mitchener y Christoph Trebesch. (2021). «Sovereign Debt in the 21st Century: Looking Backward, Looking Forward». NBER Working Paper Series, WP28598. National Bureau of Economic Research, para una revisión de la literatura y la evidencia empírica. Asimismo, véase Emmanuel Farhi y Jean Tirole. (2018). «Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheet Doom Loops». *Review of Economic Studies* 85-(3), pp. 1781-1823.



# 2

## RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO



## 2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

La prolongación del entorno de tipos de interés más altos observada en 2023 contribuyó a intensificar la contracción del crédito al sector privado residente en España, ya iniciada en 2022. Esta contracción fue generalizada en las distintas carteras, con decrecimientos notables del crédito a la vivienda y del destinado a finalidades empresariales, si bien sus saldos tendieron a estabilizarse en el tramo final del año. La calidad crediticia en España, que había encadenado en los últimos años un largo período de mejora continuada apenas interrumpida por la pandemia, mostró un ligero deterioro, concentrado en los préstamos a los hogares.

Los mayores tipos de interés continuaron aumentando los costes de todos los instrumentos de financiación de las entidades bancarias españolas, incluidos los depósitos de empresas y hogares, que son la fuente mayoritaria. No obstante, su grado de traslación del incremento de los tipos monetarios sigue siendo reducido en comparación con los productos de activo, lo que ha favorecido una mejora sustancial de los resultados bancarios a través del crecimiento del margen de intereses.

La mejora de la rentabilidad bancaria ha sustentado una importante retribución al accionista y un tímido refuerzo de la solvencia, de manera que la brecha en términos de ratio CET1 con los principales sistemas bancarios europeos ha vuelto a ampliarse. Las pruebas de estrés, como la recogida en el Recuadro 2.1 de este capítulo, muestran una elevada capacidad de resistencia agregada del sector bancario ante escenarios adversos.

En cualquier caso, es necesario tener en cuenta que el grueso de los efectos adversos del endurecimiento monetario reciente se manifestará, a diferencia de los favorables ya realizados, con un cierto desfase. En consecuencia, cabría esperar una paulatina moderación del margen de intereses según la traslación en los tipos del pasivo se aproxime más a la de los del activo, así como un incremento de las pérdidas por deterioro en función de la intensidad del cambio de tendencia en la evolución de la calidad del crédito.

En este contexto, resulta recomendable que las entidades dediquen una parte significativa de los beneficios actuales a reforzar su capacidad para absorber los potenciales costes retardados que puede ocasionarles el actual entorno de tipos de interés más altos.

El sector de intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España ha presentado un tamaño y una estructura de interconexiones relativamente estables en 2023 en el contexto del endurecimiento de la política monetaria.

## 2.1 Las entidades de depósito

### 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

#### *Riesgo de crédito en el negocio en España*

**El crédito en España al sector privado residente intensificó su descenso en 2023, en términos tanto nominales como reales.** En concreto, el saldo del crédito concedido a este sector por las entidades de depósito en España descendió el último año un 3,4 % en términos interanuales, 2,8 puntos porcentuales (pp) más que el año anterior. En términos reales<sup>1</sup>, el descenso del crédito también fue mayor, 0,8 pp, hasta el 6,7 % (véase gráfico 2.1.a).

**La dinámica contractiva fue generalizada por sectores y entidades, moderándose en la parte final del año.** Esta notable contracción del crédito se observó tanto en el crédito a sociedades no financieras y empresarios individuales como en hogares, mientras que solo en las sociedades financieras<sup>2</sup> se registró un repunte. Este comportamiento fue generalizado por entidades (véase gráfico 2.1.b). En cuanto a la evolución en el año, los descensos interanuales se estabilizaron en el último trimestre de 2023, tanto en hogares como en el segmento empresarial no financiero (véase gráfico 2.1.c).

**En los sectores empresariales no financieros, el descenso del saldo de crédito en 2023 fue notablemente mayor que el del año previo.** Para las sociedades no financieras y empresarios individuales, el crédito se contrajo un 5,5 % en 2023, 4,1 pp más que en el año anterior, y este descenso fue generalizado entre los diferentes sectores de actividad y tamaños de empresa. Una parte de esta disminución se debió a la amortización de préstamos concedidos bajo el paraguas del programa de garantías públicas implementado durante la pandemia (descenso interanual de su saldo cercano al 30 % en 2023). El recorte del crédito empresarial contribuyó en 2 pp al descenso total observado en el crédito al sector privado residente (véase gráfico 2.1.c). En el caso de las pymes, el descenso interanual alcanzó el 8,8 % en 2023 (4,1 % en el año 2022), mientras que en las empresas de mayor tamaño la reducción fue del 1,8 % (frente a un crecimiento de la misma magnitud en el año 2022).

**El saldo de crédito de las entidades de depósito a los hogares se redujo influido por el comportamiento del destinado a vivienda.** El crédito a hogares presentó un descenso interanual del 2,3 %, 2,2 pp mayor que en el año anterior, fundamentalmente por la evolución del crédito para adquisición de vivienda, que cayó en 2023 en un 3,1 %, el mayor retroceso interanual desde 2015. Como se ha señalado en el capítulo 1, la amortización extraordinaria de operaciones ha contribuido significativamente a este desarrollo. De los 3,4 pp de caída del

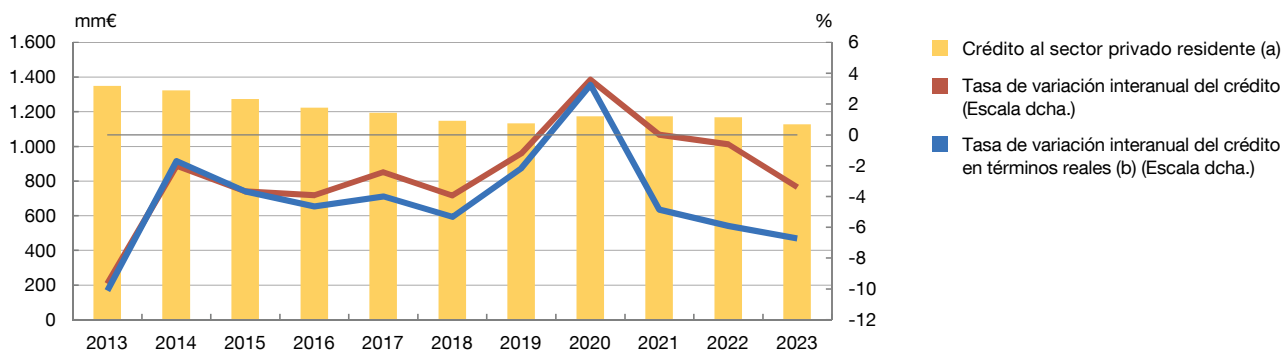
<sup>1</sup> Las cifras de crédito real referidas en este párrafo se obtienen deflactando con el índice de precios de consumo la parte del crédito destinada a hogares sin finalidad empresarial, y con el deflactor del producto interior bruto el resto del crédito (sociedades no financieras, sociedades financieras y empresarios individuales). En el resto del capítulo, las referencias al crédito se refieren al crédito nominal.

<sup>2</sup> Este sector tiene un peso reducido dentro de la cartera de crédito al sector privado residente en España (5,6 % en diciembre de 2023).

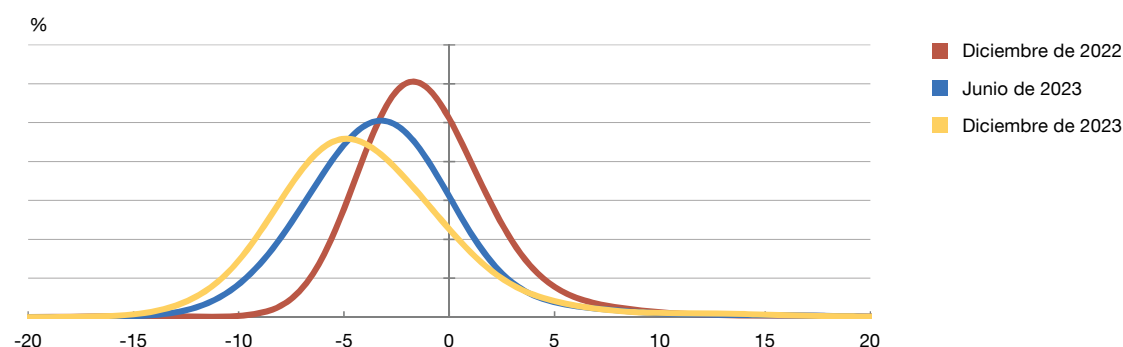
Gráfico 2.1

**El crédito al sector privado residente español descendió en 2023 de forma generalizada por sectores y entidades, si bien moderó su caída en la parte final del año**

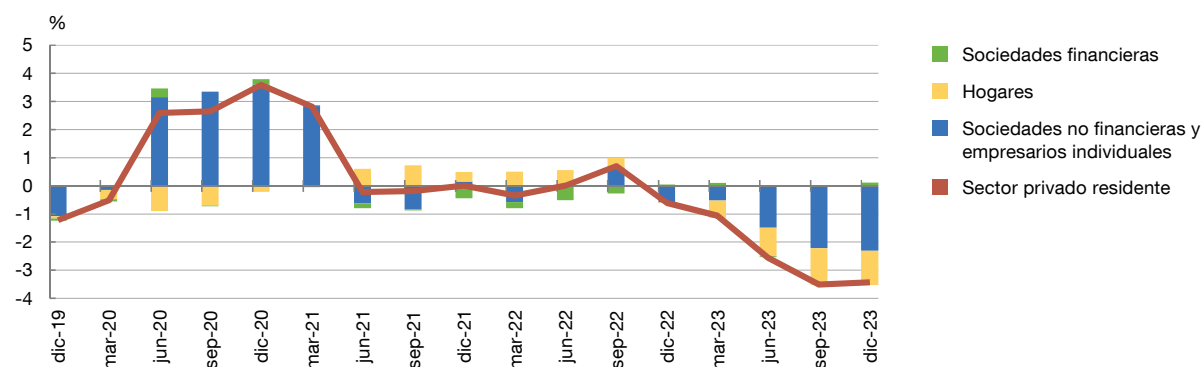
### 2.1.a Volumen de crédito y tasa de variación. Negocios en España. DI



### 2.1.b Distribución de las tasas de variación interanual del crédito al sector privado residente por entidades (c). Negocios en España. DI



### 2.1.c Contribuciones a la tasa de variación interanual del crédito al sector privado residente, por sectores. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

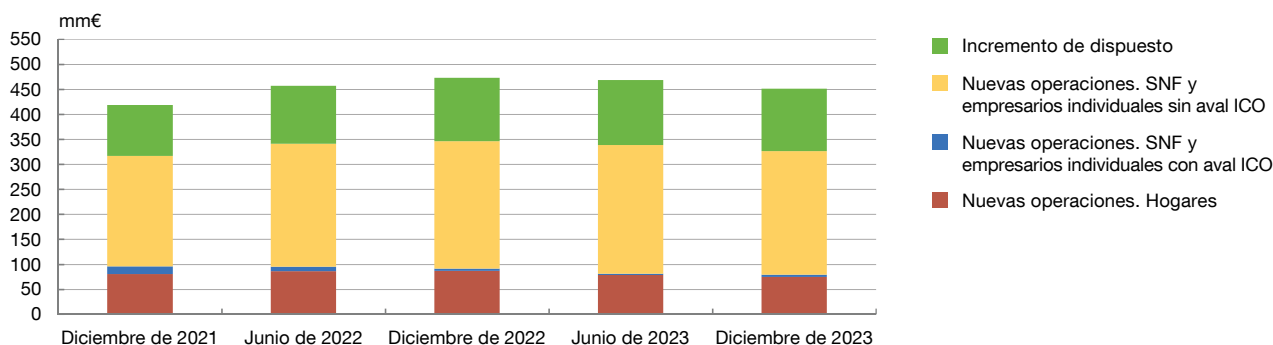
- a El sector privado residente incluye hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales, y sociedades financieras.  
b Para obtener la serie de variación del crédito en términos reales se ha tenido en cuenta su composición, deflactando con el índice de precios de consumo la parte de crédito destinada a hogares sin finalidad empresarial, y con el deflactor del PIB el resto del crédito (sociedades no financieras, sociedades financieras y empresarios individuales).  
c El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación del crédito al sector privado residente para las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe del crédito. 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.



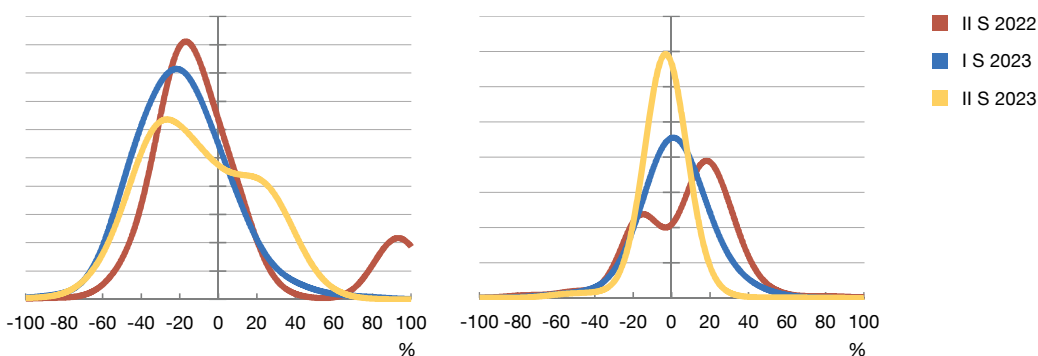
Gráfico 2.2

## El importe de crédito nuevo concedido en 2023 descendió moderadamente para las sociedades no financieras y de forma más marcada en el segmento de hogares

2.2.a Volumen de crédito nuevo acumulado en doce meses. Hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales (a). Negocios en España. DI



2.2.b Distribución por entidades de la tasa de variación interanual de los flujos de nuevas operaciones semestrales a hogares (izda.) y sociedades no financieras y empresarios individuales (dcha.) (b). Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen en este gráfico las otras sociedades financieras.

b El gráfico muestra la función de densidad de la tasa de variación interanual de los flujos de nuevas operaciones semestrales a hogares (izda.) y sociedades no financieras y empresarios individuales (dcha.) para las entidades de depósito españolas, ponderada por el flujo de nuevas operaciones semestrales para esa finalidad. 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.



crédito al sector privado residente en 2023, 1,3 pp correspondieron a la evolución del crédito para vivienda. El resto del crédito a hogares, por su parte, creció un 1,1 % en el año, pero esto apenas moderó la contribución neta negativa del crédito a hogares en 0,1 pp<sup>3</sup>, hasta situarla en -1,2 pp (véase gráfico 2.1.c).

**El crédito nuevo también se redujo, a una tasa algo inferior al saldo.** El crédito nuevo concedido a hogares y sociedades no financieras descendió en 2023 un 3,1 % con respecto a la cantidad otorgada en 2022 (véase gráfico 2.2.a). Este descenso neto recoge la caída del

3 Esta cartera representaba en diciembre de 2023 el 19 % del crédito a hogares y el 10,2 % del total de crédito al sector privado residente.

4,3 % en la concesión de nuevas operaciones y su compensación parcial por el incremento de dispuestos en las operaciones ya existentes.

**El retroceso del crédito nuevo se observó en mayor medida en hogares, pero afectó también a sociedades no financieras y empresarios individuales.** El descenso interanual observado en 2023 fue menor en el nuevo crédito empresarial (-1,1 %) que en los hogares (-9,5 %). Dentro de las empresas no financieras, destacó la peor evolución de las pymes, que registraron un descenso del 5,4 % interanual en el crédito nuevo concedido.

**El descenso del crédito nuevo en 2023 ha sido generalizado entre las entidades de depósito.** En el caso de los hogares (véase gráfico 2.2.b, panel izquierdo), se ha observado un aumento de la dispersión del crecimiento interanual en el segundo semestre de 2023, con un conjunto de entidades desplazándose hacia valores positivos. Esto vendría motivado, al menos en parte, por las dinámicas de competencia del sector, que impulsan a determinados grupos de entidades a reforzar su cuota de mercado. En cualquier caso, será necesario monitorizar si este cambio en la distribución es indicativo de un cambio de tendencia en el agregado del crédito a hogares. Por el contrario, en el caso de los sectores empresariales no financieros (véase gráfico 2.2.b, panel derecho), se observó una mayor homogeneidad entre entidades en comparación con los semestres precedentes, apareciendo estas más concentradas cerca de la tasa media de decrecimiento<sup>4</sup>.

**La ratio de crédito dudoso en 2023 se ha mantenido prácticamente estable, con un descenso limitado del volumen de dudosos, que compensó el impulso al alza que supuso la contracción de los saldos totales.** La ratio de dudosos descendió en 2023 menos de 0,1 pp, hasta situarse en el 3,4 % para el conjunto del sector privado residente (véase gráfico 2.3.a). En consecuencia, se detuvo el proceso de intensos descensos observados desde el final de la crisis financiera global como consecuencia sobre todo de la reducción del volumen de préstamos dudosos. En particular, en el acumulado de todo el año 2023, se ha observado un descenso de este volumen del 3,7 % (muy por debajo de la caída del 18,5 % de 2022). El descenso del saldo total de crédito al sector privado residente habría contribuido a su ratio de dudosos en 0,1 pp<sup>5</sup>.

**Los activos dudosos en el crédito a vivienda aumentaron en 2023, lo que ha elevado la ratio de dudosos en la cartera de crédito a hogares.** El crecimiento interanual de los dudosos en hogares (2,7 %, frente al descenso del 24,3 % en el año anterior), fue impulsado por un aumento significativo de estos en el crédito destinado a adquisición de vivienda (6,9 %) (véase gráfico 2.3.b), lo que ha llevado la ratio de dudosos hasta el 2,4 %, tras subir 0,3 pp en el año.

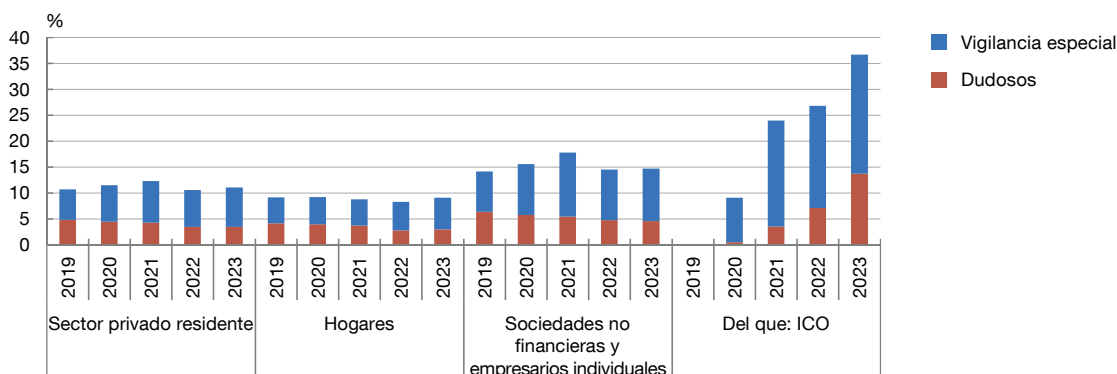
4 En el periodo más reciente de datos, II S 2023, un mayor crecimiento del crédito nuevo a hogares y sociedades no financieras aparece asociado con una mayor ratio de solvencia y una menor ratio de dudosos en los negocios en España. Este crecimiento también aparece impulsado por parte de las entidades que partían de un nivel más bajo de margen de interés sobre total activo en el negocio en España.

5 Para un tamaño de saldo constante, la ratio de dudosos del crédito al sector privado residente se hubiera situado en diciembre de 2023 en el 3,3 %, frente al 3,4 % efectivamente observado.

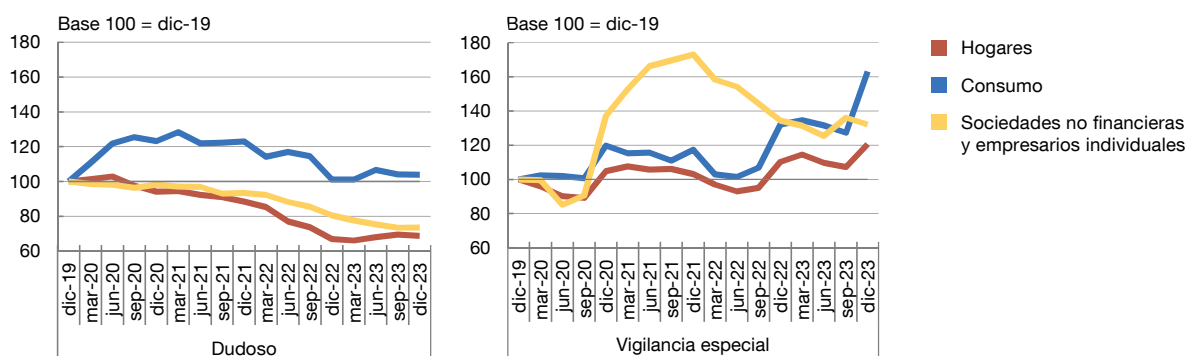
Gráfico 2.3

**El crédito problemático empeoró su evolución en 2023: se frenó el descenso de los dudosos y se incrementaron los préstamos en vigilancia especial, sobre todo por la evolución adversa de los hogares**

2.3.a Peso del crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Diciembre de cada año. Negocios en España. DI



2.3.b Volumen de crédito dudoso (izda.) y en vigilancia especial (dcha.). Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.



En cuanto al crédito al sector empresarial no financiero, su volumen dudoso ha continuado descendiendo en 2023, aunque a menor ritmo que en años previos. Los dudosos originados en sociedades no financieras y empresarios individuales disminuyeron un 8,8 % en 2023, un recorte menor que el registrado en el año anterior (–13,7 %) (véase gráfico 2.3.b). Este descenso fue generalizado por sectores de actividad y tamaño de empresa, con la excepción de las empresas grandes, cuyos dudosos crecieron en el año un 0,3 %.

En los créditos a empresas con garantía del Instituto de Crédito Oficial (ICO), la ratio de crédito dudoso aumentó el último año, en parte por la reducción de esta cartera. El incremento interanual de esta ratio fue de 6,6 pp, hasta el 13,7 %. Si bien los dudosos de esta cartera han aumentado considerablemente en 2023 (37,6 %), lo han hecho en menor medida en el tramo final del año, y una parte significativa del incremento en la ratio de dudosos se debió a la importante reducción en el importe total de estos créditos (–29 % en 2023), debido al progresivo proceso de amortización. De haberse mantenido constante en 2023 el crédito

total en la cartera ICO (el denominador de la ratio), el peso de los dudosos habría aumentado 2,7 pp en el conjunto del año pasado, hasta el 9,7 % en diciembre.

**La tendencia en los créditos clasificados en vigilancia especial también se ha orientado al alza, debido, de nuevo, a la evolución en hogares.** Los créditos en vigilancia especial se han incrementado un 3,2 % en el último año para el conjunto del sector privado residente. Esto supone un cambio de tendencia respecto a lo observado en el año 2022. En los créditos a empresas con aval del ICO, el peso de aquellos calificados en vigilancia especial se situó en el 23 %, 3,3 pp más que un año antes. De haberse mantenido constante en 2023 el crédito total en la cartera ICO (el denominador de la ratio), el peso de los créditos en vigilancia especial habría descendido 3,4 pp en el conjunto del año pasado, hasta el 16,3 % en diciembre.

**La evolución de los créditos dudosos vino determinada por las mayores entradas en esta clasificación de riesgo y las menores salidas.** En concreto, en el año 2023, los nuevos dudosos se incrementaron un 18,2 % (véase gráfico 2.4.a). Además, las salidas a fallidos descendieron un 6,8 %, mientras que el resto de las salidas (fundamentalmente amortizaciones, recuperaciones a situación normal o a situación de vigilancia especial y ventas de carteras) se redujeron en un 14,5 % con respecto a 2022.

**El aumento de los préstamos en vigilancia especial se explica también por las mayores entradas y las menores salidas registradas en el año.** Las entradas de préstamos en la categoría de vigilancia especial aumentaron un 15,3 % en 2023 en comparación con las del año anterior, debido a aquellos créditos provenientes de la categoría normal, que se incrementaron en un 19,3 %. Por su parte, las salidas descendieron un 15,1 % en el período, debido sobre todo al menor flujo de créditos que vuelven a clasificarse como normales, que descendió un 22,9 %.

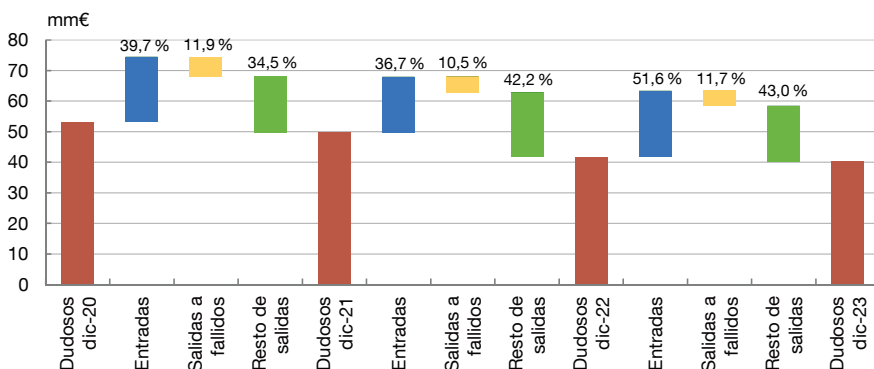
**El peso del crédito refinanciado y reestructurado a hogares mantuvo su tendencia descendente durante el año pasado.** En diciembre de 2023, estas modalidades representaban el 2,7 % del crédito, algo por debajo del 2,9 % observado en diciembre de 2022 y sustancialmente menor que el 4,4 % de diciembre de 2019, antes del inicio de la pandemia (véase gráfico 2.5.a). En cuanto a su calidad crediticia, mientras que la ratio de dudosos en la cartera de préstamos reestructurados ha caído ligeramente (53,1 % en diciembre de 2023, frente a 53,9 % en diciembre de 2022), se observó un aumento moderado en la ratio de dudosos en la cartera de préstamos refinanciados (62,3 % en diciembre de 2023 frente a 58 % en diciembre de 2022).

**Para el crédito concedido al sector empresarial no financiero se apreció también una reducción del peso del crédito refinanciado y reestructurado.** Respecto a diciembre de 2022, su peso cayó en 1,2 pp, hasta situarse en el 5,5 % del total del crédito a sociedades no financieras en diciembre de 2023 (véase gráfico 2.5.b). La ratio de dudosos en la cartera de préstamos refinanciados mostró una contracción moderada (57,2 % en diciembre de 2023 frente a 60,3 % en diciembre de 2022), mientras que la ratio de dudosos en la cartera de préstamos reestructurados registró cierto incremento (42,1 % en diciembre de 2023 frente a 36,4 % en diciembre de 2022).

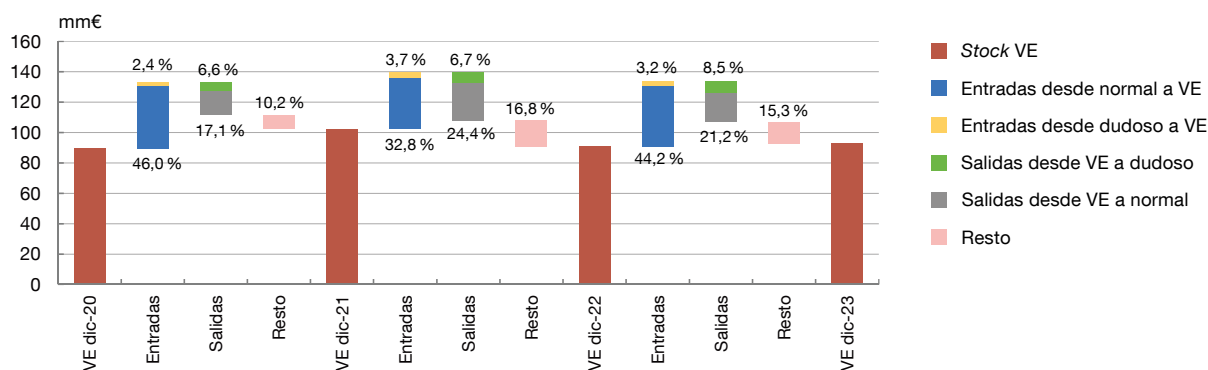
Gráfico 2.4

**En el último año se incrementaron los flujos de entrada en las categorías de crédito dudoso y en vigilancia especial, en términos tanto absolutos como relativos**

2.4.a Flujos de entradas y salidas de préstamos y anticipos en dudosos (a).  
Negocios en España. DI



2.4.b Flujos de entradas y salidas de préstamos y anticipos en vigilancia especial (b).  
Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

- a El stock de préstamos y anticipos dudosos en cada año se corresponde con el importe en libros bruto que figura en el balance de las entidades. Las entradas en dudoso corresponden a movimientos de préstamos desde los estados normal y vigilancia especial (VE), y operaciones adquiridas a terceros. Las salidas de dudosos incluyen movimientos hacia estado normal y VE, así como adjudicación de activos, ventas de carteras y titulizaciones. Los porcentajes que aparecen encima de las entradas y salidas a lo largo de un ejercicio representan el peso de estas respecto del stock de préstamos y anticipos en situación dudosa existente en diciembre del año anterior.
- b El volumen de préstamos en vigilancia especial (VE) se mide con el importe en libros bruto en el balance individual de las entidades. Para que los flujos de entradas y salidas queden computados deben acabar en una fase de deterioro de valor al final del año diferente a aquella en la que se hallaban al principio del año, o en el momento de su reconocimiento inicial en balance si ha sido posterior a ese principio de año. Los porcentajes que aparecen encima y debajo de las barras de los distintos flujos hacia situación de VE y desde situación de VE representan el peso de estos respecto del stock de préstamos en VE existente en los balances en diciembre del año anterior. La barra de «Resto» incluye aquellos préstamos que, estando en VE al final del ejercicio anterior, son amortizados o vendidos a lo largo del ejercicio en curso.

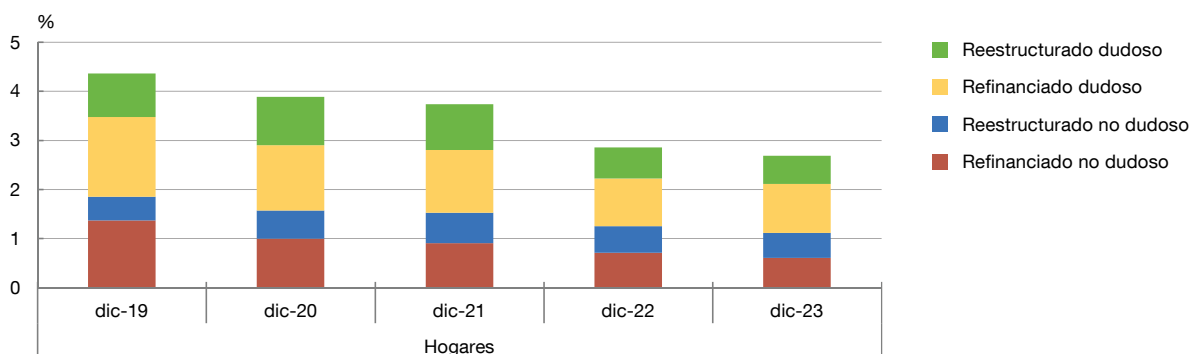


**Por lo que respecta al uso de los códigos de buenas prácticas (CBP), el volumen de operaciones concedidas en 2023 aumentó considerablemente, aunque permaneciendo contenido.** Durante 2023, el volumen acumulado de deuda pendiente de operaciones concedidas sujetas al CBP de 2012 y al nuevo código de buenas prácticas de 2022 (NCBP 2022) ascendió a 907 millones de euros, lo que representó cerca de 7.900 operaciones (0,2 % del saldo vivo del crédito a hogares para la vivienda al final de 2022). En 2022 el volumen de operaciones concedidas sujetas al CBP de 2012 se limitó a 135 millones de euros lo que representó cerca de 1.350 operaciones (0,03 % del saldo vivo del crédito a hogares para la vivienda al final de 2021). El volumen de nuevas solicitudes de acogimiento a medidas de CBP el año pasado alcanzó los 7.600

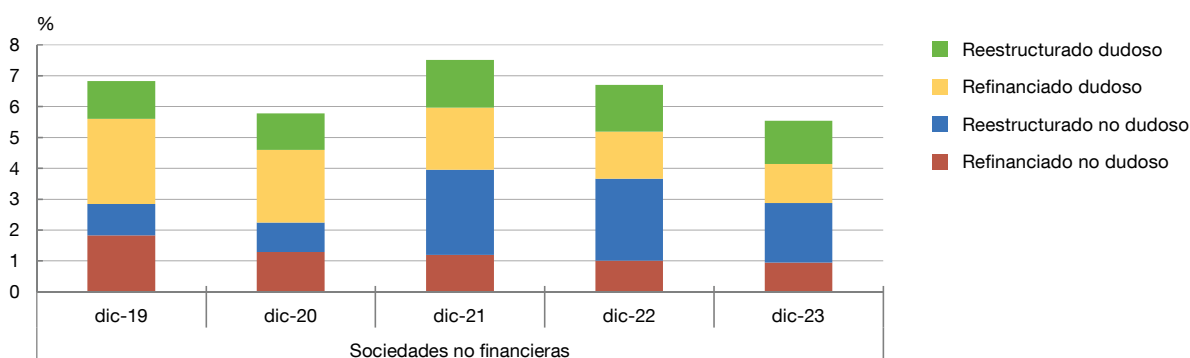
Gráfico 2.5

**Continúa la tendencia descendente en la proporción del crédito reestructurado y refinanciado a hogares y sociedades no financieras, aunque se concentra en las exposiciones no dudosas**

2.5.a Peso de las refinanciaciones y reestructuraciones dudosas y no dudosas. Hogares (a). Negocios en España. DI



2.5.b Peso de las refinanciaciones y reestructuraciones dudosas y no dudosas. Sociedades no financieras. Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

a Para la construcción del peso de refinanciaciones y reestructuraciones, los empresarios individuales están integrados en hogares.

millones de euros (1,5 % del saldo vivo del crédito a hogares para la vivienda al final de 2022). El porcentaje de operaciones realizadas en 2023 sobre este volumen solicitado alcanzó el 12 %, mientras que el porcentaje de operaciones rechazadas fue del 43 %<sup>6</sup>.

**La calidad crediticia de las operaciones acogidas a CBP experimentó un cierto deterioro en 2023.** Debido a la orientación de estas facilidades hacia los hogares vulnerables o en riesgo de vulnerabilidad, era esperable que se observaran ratios de calidad crediticia peores que para el conjunto de la cartera del crédito a vivienda. Así, del saldo total de operaciones sujetas a CBP, un 46,9 % corresponden a operaciones reestructuradas dudosas, un 2,7 % a operaciones dudosas no reestructuradas y un 26,3 % a operaciones en vigilancia especial en diciembre de 2023. Respecto a diciembre de 2022, estos pesos suponen un cierto empeoramiento de la calidad crediticia (aumentos de 1,5 pp, 2,2 pp y 5,3 pp, respectivamente),

<sup>6</sup> Con datos hasta diciembre de 2023, más del 80 % de estas denegaciones se deben al no cumplimiento de los requisitos objetivos para su elegibilidad.

lo que es coherente con la mayor fragilidad de esta cartera y con el deterioro observado a nivel agregado para el conjunto del crédito a la vivienda.

### *Activos financieros en el negocio consolidado*

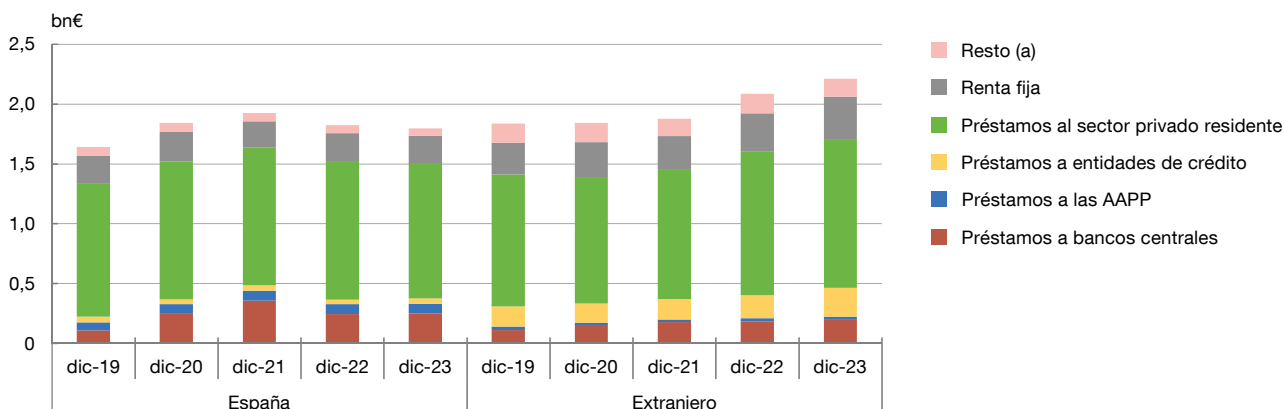
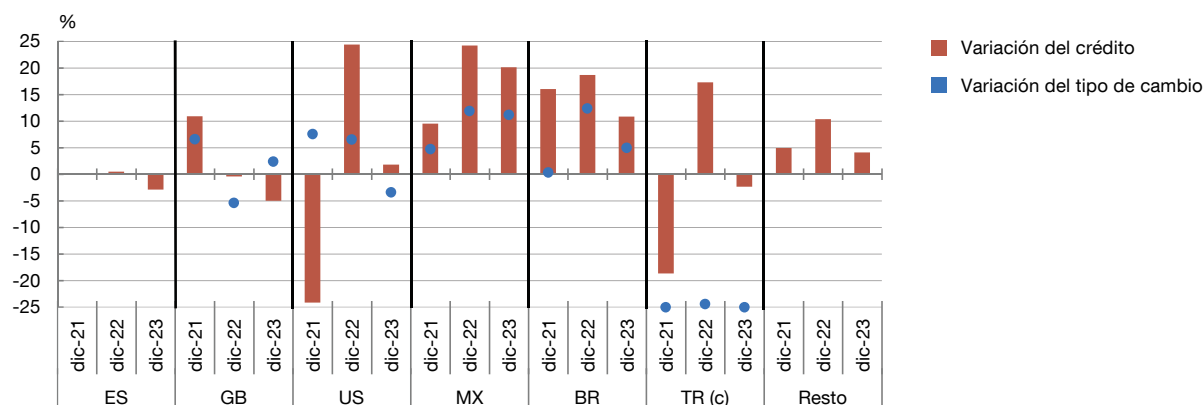
**Los activos financieros del negocio en el extranjero se incrementaron un 6 % a lo largo de 2023, en contraste con la contracción observada en España.** En concreto, en el negocio nacional, los activos financieros se redujeron un 1,4 % en tasa interanual durante el último año. Al crecimiento del balance en el extranjero contribuyeron principalmente los préstamos a entidades de crédito (tasa interanual del 24,4 %), los préstamos a los sectores privados residentes en países distintos de España (3,1 %) y los valores de renta fija (13,2 %). En el caso de España, como ya se ha comentado, fue el significativo descenso del crédito al sector privado el que más contribuyó al del conjunto de los activos financieros nacionales (véase gráfico 2.6.a).

**El crédito concedido por las entidades españolas se redujo en el Reino Unido y Turquía, y aumentó en el resto de los países más relevantes para su negocio internacional.** En el Reino Unido, país que representa más de la cuarta parte del crédito al sector privado residente en el exterior, el crédito se contrajo en un 5 % en 2023, a pesar de la ligera apreciación de la libra esterlina observada en este período. En México, el crédito creció un 20,1 % en euros, en parte debido a la notable apreciación del peso mexicano con respecto al euro. En Estados Unidos, por su parte, creció un 1,8 % en tasa interanual, pese a la depreciación del dólar, mientras que en Brasil, la apreciación del real contribuyó a un incremento del crédito valorado en euros del 10,8 %. Por último, la exposición en Turquía descendió solo un 2,4 %, pese a la fuerte depreciación de la lira turca en el período (véase gráfico 2.6.b).

**Los activos financieros dudosos en el exterior crecieron y con ello la ratio de dudosos, si bien con un comportamiento dispar entre jurisdicciones** (véase gráfico 2.7.a). La ratio de dudosos del crédito al sector privado residente se elevó notablemente en Estados Unidos (1,4 pp hasta el 4,9 %), impulsada por el fuerte incremento de más de un 40 % en los dudosos, especialmente en los hogares, sector en el que la ratio de dudosos se elevó hasta el 12,9 % en el crédito concedido en este país. En el resto de las áreas geográficas no se observaron variaciones destacadas en las ratios de dudosos, con la excepción de Turquía, cuya tasa de dudosos descendió en 1,8 pp hasta el 4,6 %, sobre todo por la evolución favorable de los dudosos del crédito a empresas.

**Se ha observado una cierta recomposición del balance consolidado de las entidades españolas durante el período de subidas de tipos de interés iniciado en 2022, incrementándose el peso de los valores de renta fija.** Mientras que el crédito al sector privado residente ha mantenido desde diciembre de 2021 su peso sobre el activo total en un nivel algo por encima del 55 %, el peso de los valores de renta fija en los últimos dos años se ha elevado en casi 2 pp, hasta el 14,3 %. Dentro de los valores de renta fija, el volumen correspondiente a Administraciones Públicas se ha incrementado un 18,8 % en este período, alcanzando al cierre

Gráfico 2.6

**El peso relativo de los activos financieros en el extranjero se incrementó en 2023****2.6.a Desglose de la evolución del activo financiero en España y en el extranjero por tipo de activo****2.6.b Variación interanual del crédito al sector privado residente en España y el exterior y de los tipos de cambio (b). Datos consolidados**

FUENTE: Banco de España.

a La partida «Resto» está compuesta por saldos de efectivo, derivados e instrumentos de patrimonio.

b Un signo positivo (negativo) en la variación del tipo de cambio indica una apreciación (depreciación) de la divisa frente al euro.

c Las variaciones de los tipos de cambio de la lira turca frente al euro en 2021, 2022 y 2023 fueron de -39,8 %, -24,4 % y -38,8 %, respectivamente.

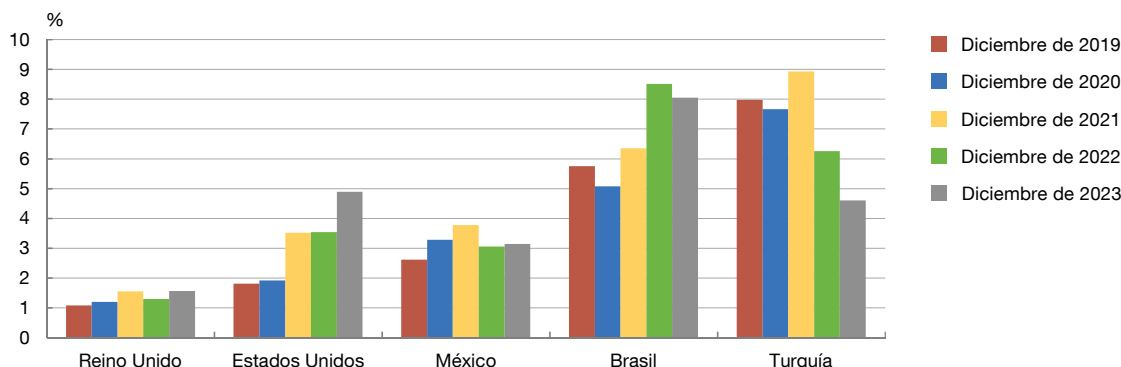
de 2023 un peso sobre el activo total del 11,6 % (1,3 pp superior a su peso en 2021), mientras que los del sector privado crecieron un 32,4 %, si bien su peso es mucho más reducido en el balance (2,7 % en diciembre de 2023, 0,6 pp más que en 2021). Los valores de renta fija a coste amortizado suponían en diciembre de 2023 un 62 % del total, 11 pp más que el peso que estos tenían en 2021. En cuanto al crédito al sector privado no financiero, ha aumentado desde 2021 el peso de los préstamos a sociedades no financieras (0,4 pp hasta 20,4 %), mientras que se redujo el destinado a hogares (0,6 pp, hasta 31,4 %), debido esto último a la evolución del crédito a vivienda, cuyo descenso compensó con creces el incremento del crédito destinado a consumo.

**En el balance de las entidades en España también se ha observado un aumento del peso de la renta fija.** Este ha sido comparable al registrado a nivel consolidado (con un crecimiento de su peso de 2,1 pp desde 2021, hasta el 14,2 % en diciembre de 2023). En

Gráfico 2.7

**La ratio de dudosos se incrementó en el conjunto del crédito en el extranjero, debido en parte a su evolución en Estados Unidos y a pesar de la mejora en otras áreas, especialmente en Turquía**

#### 2.7.a Evolución de la ratio de dudosos en los países extranjeros principales para el sector bancario español (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos correspondientes a las carteras de préstamos al sector privado residente de las entidades de depósito españolas en países extranjeros de importancia significativa.

cuanto al crédito, en línea con la discusión al inicio del capítulo, se ha observado un mayor descenso en sociedades no financieras, siendo el crédito a hogares para consumo la única cartera que ha elevado su peso. En esta recomposición del balance han desempeñado un papel importante diversos factores de oferta y demanda que acompañan al proceso de elevación de tipos de interés, como son, entre otros, una menor demanda de crédito por parte de los agentes y una mayor rentabilidad y riesgo de este para la entidad.

### Condiciones de liquidez y financiación

**El Eurosistema ha seguido ajustando su balance como resultado de la normalización de su política monetaria, contribuyendo a la reducción del exceso de liquidez<sup>7</sup> de las entidades bancarias europeas.** Así, su balance se ha reducido en 448 mm de euros desde la fecha de cierre del último informe, hasta 6.591 mm de euros. La reducción del balance se ha reflejado también en una disminución del exceso de liquidez<sup>8</sup> de las entidades en 346 mm de euros, hasta casi 3.244 mm de euros (véase gráfico 2.8).

**El descenso del balance del Eurosistema se explica en parte por la contracción del saldo de los programas de compras.** Esto viene motivado por la decisión del Consejo de

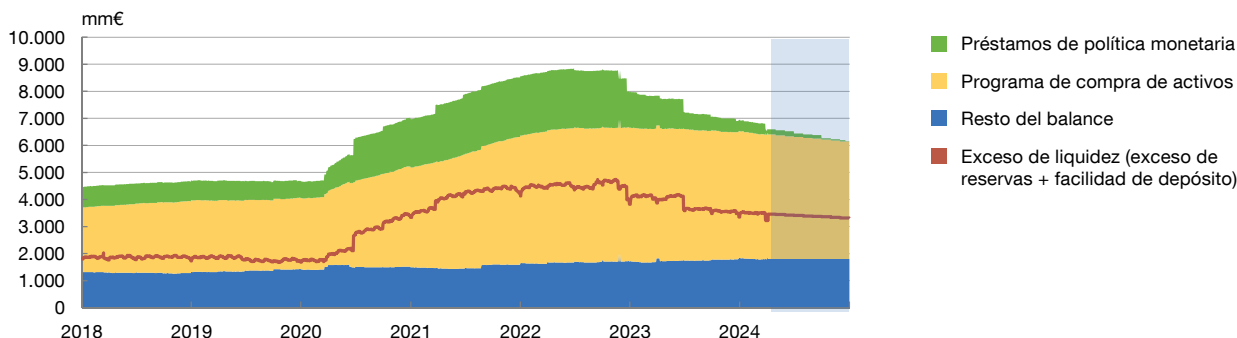
<sup>7</sup> Se considera como exceso de liquidez el importe de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el banco central, ya sea en la cuenta corriente o en la facilidad de depósito, por encima de las reservas requeridas.

<sup>8</sup> El descenso en el exceso de liquidez es inferior a la reducción de los activos de política monetaria del Eurosistema debido a los movimientos que se han producido en los factores autónomos con efecto sobre la provisión neta de liquidez. En particular, el descenso de los depósitos de los Gobiernos en los bancos centrales y la reducción de los pasivos de no residentes en el área del euro (*non-monetary policy deposits*) suponen una liberación de liquidez hacia los bancos.

Gráfico 2.8

## La normalización de la política monetaria ha reducido la exposición directa al Eurosistema en el balance de los bancos europeos

### 2.8.a Balance del Eurosistema y exceso de liquidez de las entidades bancarias europeas (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Los datos recogen los saldos con el BCE y los bancos centrales nacionales de las entidades residentes en cada uno de los países, incluyendo filiales y sucursales extranjeras. Para las previsiones se incorporan los vencimientos no reinvertidos de los préstamos de política monetaria y del programa de compra de activos, así como el supuesto de mantenimiento constante de la última ratio de exceso de liquidez sobre estos dos componentes. La parte sombreada corresponde a la previsión para el resto del año 2024.

Gobierno de dejar de reinvertir los activos que vayan venciendo a partir de julio de 2023 en todos los programas de compras de activos (con la excepción de los adquiridos dentro del Programa de Compras de Emergencia para la Pandemia, PEPP por sus siglas en inglés). En concreto, el saldo de estos programas ha caído en 162 mm de euros desde la publicación del último IEF, hasta 4.589 mm de euros.

**La reducción del volumen agregado de los activos en los programas de compra se intensificará en los próximos meses.** La intención del Eurosistema es reducir también el volumen de reinversión de los activos del PEPP en 7,5 mm de euros mensuales a partir de junio de 2024, y dejar de reinvertir por completo a partir de finales de 2024. Estas decisiones supondrían una reducción adicional de su balance de más de 270 mm de euros en 2024.

**Ha sido también relevante para la reducción del balance del Eurosistema la disminución de préstamos de política monetaria a largo plazo.** Los préstamos de política monetaria a los bancos se han reducido desde el último IEF en 354 mm de euros, en su mayor parte por la amortización el 20 y el 27 de marzo de diciembre de dos de las operaciones TLTRO III por importe de 99 y 251 mm de euros, respectivamente. De acuerdo con los últimos datos disponibles, el saldo de estos préstamos se sitúa en 153 mm de euros<sup>9</sup>. La mayor parte del saldo restante se amortizará durante el año 2024.

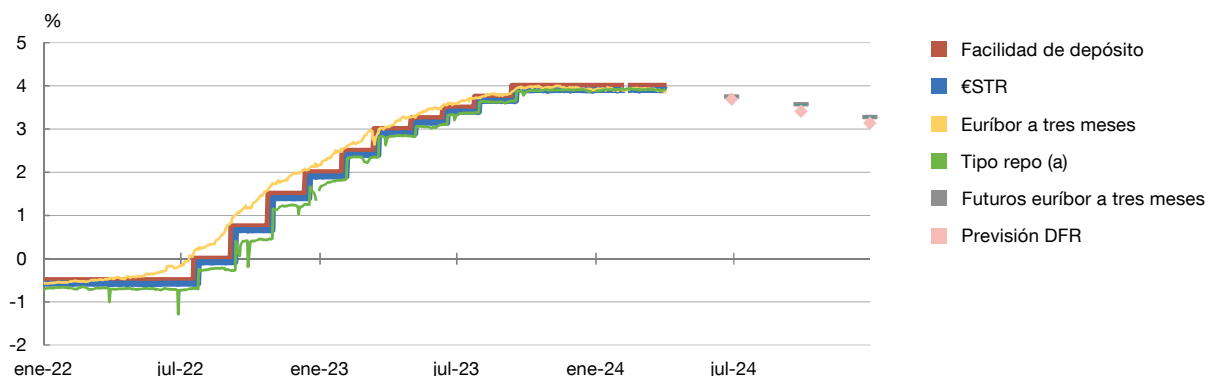
**La reducción adicional del balance del Eurosistema no ha provocado movimientos significativos en los tipos de interés de los mercados monetarios.** Los tipos de interés más relevantes de los mercados monetarios, como el €STR (para las operaciones no

<sup>9</sup> Frente a un saldo de 1.321 mm de euros al final de 2022.

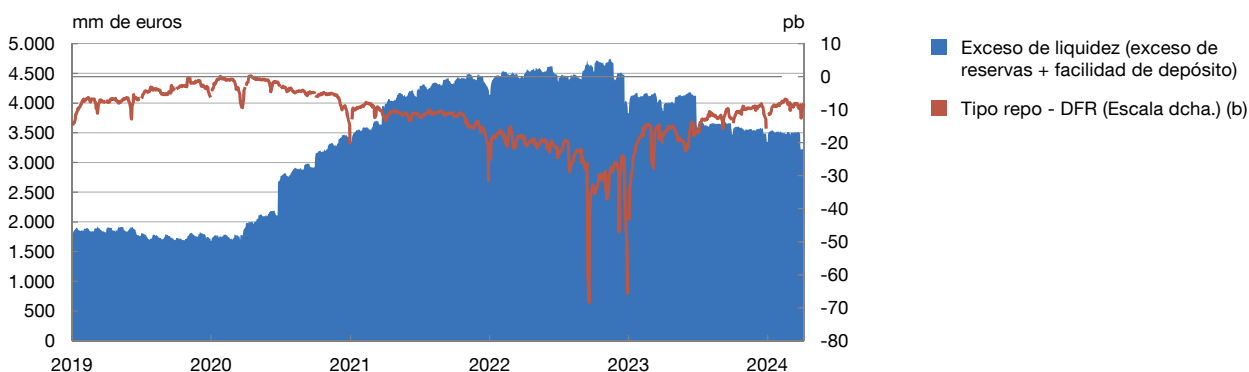
Gráfico 2.9

**Los tipos de interés en los mercados monetarios y el coste de la deuda interbancaria se incrementaron solo moderadamente en la segunda mitad de 2023, ante la estabilización de los tipos de interés oficiales**

### 2.9.a Tipos libres de riesgo



### 2.9.b Diferencial Tipo repo - DFR y exceso de liquidez



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El tipo repo se calcula como una media ponderada con base en el volumen de cada operación emitida en España, Francia, Alemania y Portugal (solo aquellas a un día cuyo valor efectivo sea superior a un millón de euros y cuyo colateral sea deuda pública).
- b Diferencial Tipo repo - DFR definido como el tipo medio ponderado por volumen de operaciones negociadas a tipo fijo usando como colateral deuda pública, basado en transacciones reportadas en la base de datos Money Market Statistical Reporting (MMSR). Se incluyen operaciones de duración a un día en las que la liquidación de la operación se realiza el mismo día de la contratación (*overnight* u O/N), al día siguiente (*tomorrow-next* o T/N) o dos días después (*spot-next* o S/N). El DFR es el tipo de interés (remuneración) aplicable a operaciones de depósito a un día por parte de contrapartidas de política monetaria en el Eurosistema.

garantizadas) y el euríbor (para el mercado interbancario e hipotecario), y los tipos de interés del mercado garantizado (repo), que se habían ajustado rápidamente a las subidas de los tipos oficiales decididas por el Banco Central Europeo (BCE), se han mantenido alrededor del 4 % en los primeros meses de 2024 (véase gráfico 2.9.a).

**La reducción del exceso de liquidez, acompañada de un menor recurso de las entidades a la financiación del Eurosistema, está facilitando una cierta revitalización de los mercados monetarios en la búsqueda de fuentes de financiación alternativas.** Se ha observado un mejor comportamiento del mercado repo con una disminución de su volatilidad, en particular en los cierres de año y de trimestre, al mitigarse los problemas de escasez de colateral existentes en este mercado. El aumento del colateral disponible se explica, al menos parcialmente, por la elevada amortización de la financiación recibida por los bancos mediante

las TLTRO III, que ha liberado las garantías de estos préstamos, y por el final de las reinversiones de los activos por parte del Eurosistema. Además, aunque la actividad en el mercado repo continúa estando motivada principalmente por la necesidad de obtener prestado un colateral determinado, están aumentando las entidades que acuden a este mercado para obtener financiación en un contexto de descenso del exceso de liquidez en el sistema, como indica el aumento de los volúmenes del repo frente al colateral general. Este mejor comportamiento del mercado debido a la menor escasez de colateral se ve también reflejado en la disminución del diferencial negativo entre tipo repo y DFR<sup>10</sup> (véase gráfico 2.9.b). En cambio, las operaciones sin colateral en los mercados monetarios siguen sin despuntar.

**Las emisiones de deuda del sector bancario español siguieron creciendo a un ritmo elevado durante la segunda mitad de 2023 en todos sus segmentos, incluida la deuda sénior<sup>11</sup>.** Se vieron impulsadas por la necesidad de cobertura de los requisitos regulatorios de la normativa de resolución<sup>12</sup> y la necesidad de reemplazar una parte<sup>13</sup> de la menor financiación obtenida a través de las TLTRO III<sup>14</sup> en un contexto de fuerte demanda inversora en busca de mayores rentabilidades. Las entidades españolas emitieron casi un 50 % más de deuda durante 2023 que en 2022, con una ligera pérdida de importancia relativa de la deuda sénior, que, aun así, sigue manteniéndose por encima del 50 % del total, con un crecimiento en el año cercano al 17 % (véase gráfico 2.10).

**Las entidades españolas han podido emitir durante 2023 deuda subordinada, tanto AT1 como instrumentos elegibles como Tier 2.** La incertidumbre generada por la crisis de Credit Suisse<sup>15</sup>, SVB y otras entidades estadounidenses en marzo de 2023 afectó muy negativamente al mercado de AT1 y de Tier 2. La reapertura de estos mercados se produjo gradualmente a partir del verano para las entidades más grandes. En los últimos meses del año, entidades de menor tamaño fueron también capaces de emitir estos instrumentos favorecidas por una fuerte y creciente demanda de instrumentos de mayor rentabilidad, en un contexto de mejora en el sentimiento del mercado y de menor volatilidad. De esta manera, las emisiones de estos dos tipos de instrumentos han representado en 2023 más del 22 % de todas las emisiones del año, frente al modesto 2,5 % del año anterior (véase gráfico 2.10).

<sup>10</sup> Diferencial que había aumentado sustancialmente en la época de expansión monetaria por los problemas de escasez de colateral, que presionaron los tipos repo a la baja. Véase «*El impacto de la normalización de la política monetaria en el mercado de operaciones garantizadas (repo)*». Claudio Vela y Alicia Aguilar - Boletín Económico del Banco de España 2024/T1 - 5/2/2024.

<sup>11</sup> En sus dos segmentos: garantizado y no garantizado.

<sup>12</sup> En 2023 las entidades españolas realizaron emisiones de *minimum required eligible liabilities* (MREL) por unos 46,7 mm de euros. De este importe, unos 13,1 mm de euros supusieron un incremento neto de pasivos MREL, mientras que el resto (33,6 mm de euros) cubrieron vencimientos o sustituciones de emisiones previas.

<sup>13</sup> Las entidades españolas han podido usar, en mayor medida, los mercados monetarios para hacer frente a las amortizaciones de las TLTRO III. Véase Documento Ocasional «*El efecto de la amortización de las TLTRO III en el balance de las entidades de crédito españolas*». M.<sup>a</sup> Carmen Castillo Lozoya, Enrique Esteban García-Escudero y M.<sup>a</sup> Luisa Pérez Ortiz (pendiente de publicación).

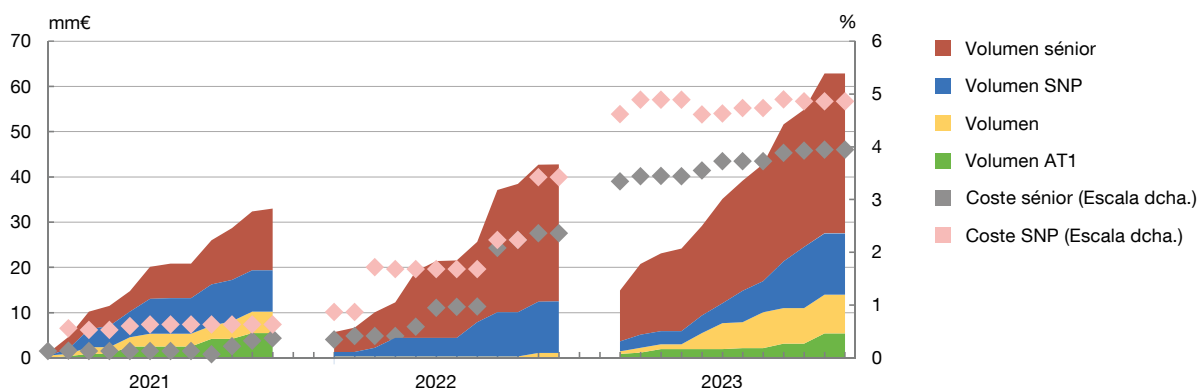
<sup>14</sup> El saldo de las TLTRO III para las entidades españolas se redujo de 133,9 mm€ a principios de 2023, a 96,2 mm€ en junio, disminuyendo hasta los 22,7 mm€ a finales de 2023.

<sup>15</sup> En esta fecha, las autoridades suizas decidieron proteger a los accionistas a expensas de los inversores en AT1.

Gráfico 2.10

**Las emisiones de deuda del sector bancario han continuado creciendo, apoyadas por la elevada demanda inversora, y su coste se ha estabilizado en la segunda mitad de 2023**

2.10.a Volumen (acumulado anual) y coste de emisiones en mercado primario (a)



FUENTES: Dealogic y Banco de España.

a Se muestra el volumen acumulado mensualmente de emisiones a lo largo de cada ejercicio. Se calcula el coste de las emisiones en el mercado primario para bonos emitidos en euros como la media ponderada por volumen en cada período del año. No se incluye el coste en el mercado primario de las emisiones de Tier 2 y AT1 debido al bajo volumen de emisiones que hubo en 2022.

**Los costes de emisión de deuda de los bancos españoles continuaron aumentando durante el año 2023, en particular para la deuda sénior, aunque menos que en 2022, en línea con la evolución de la política monetaria.** Así, el coste de la deuda sénior pasó del 2,4 % en diciembre de 2022 a cerca del 3,9 % a finales de diciembre de 2023. Para la deuda *senior non-preferred*, la variación fue del 3,4 % al 4,9 % (véase gráfico 2.10).

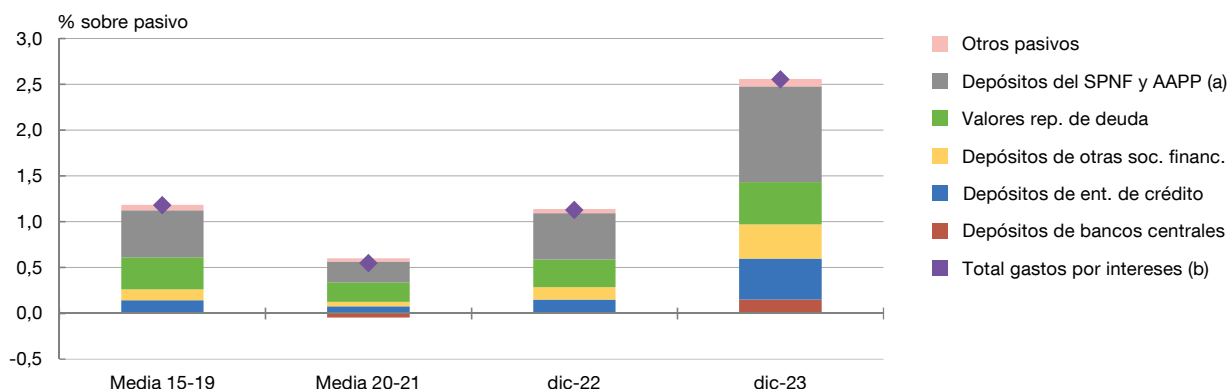
**En conjunto, el coste medio del pasivo bancario aumentó significativamente en 2023, ante el encarecimiento generalizado de las distintas fuentes de financiación.** En diciembre de 2023, el coste medio del pasivo del conjunto de entidades se situó en el 2,6 %, 140 puntos básicos (pb) más que en diciembre de 2022 y muy lejos ya del mínimo alcanzado en los años de la pandemia (0,6 %). El aumento de la retribución de los depósitos del sector privado no financiero explica el 38 % del aumento del coste del pasivo (véase gráfico 2.11), debido a su posición destacada como principal fuente de financiación bancaria, a pesar de que su remuneración unitaria se mantuvo en cotas reducidas.

**La remuneración de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en España aumentó en 2023, aunque su coste medio es todavía contenido.** En el último año se intensificó el ritmo de traslación de los tipos de interés de referencia a la remuneración del conjunto de depósitos —a la vista y a plazo— del sector privado no financiero en España, a la vez que el flujo de fondos desde cuentas a la vista hacia depósitos a plazo con una mayor rentabilidad para los clientes también fue mucho más elevado. En diciembre de 2023, para el conjunto de las entidades, el tipo de interés medio pagado por los depósitos de los hogares alcanzó el 0,4 %, frente al 0,1 % observado un año antes. En el caso de los depósitos de las empresas no financieras, el tipo medio se situó en el 1,1 %, frente al 0,2 % de diciembre de 2022.

Gráfico 2.11

**El coste medio del pasivo creció significativamente en 2023 impulsado por el encarecimiento de las distintas fuentes de financiación bancaria**

2.11.a Gastos por intereses de la financiación. Datos a nivel consolidado



FUENTE: Banco de España.

a Depósitos del sector privado no financiero y Administraciones Públicas.

b Excluye gastos asociados a derivados por coberturas de tipos de interés.

**El aumento de la remuneración de los depósitos en España fue generalizado entre entidades, aunque se observó una destacable heterogeneidad.** Así, las distribuciones de los tipos medios de los depósitos se desplazaron hacia la derecha, pero también se ensancharon. En el caso de los hogares, la distribución de los tipos aplicados por las distintas entidades se extendió en torno al 0,3 %, con algunas entidades ofreciendo tipos sustancialmente más altos, por encima del 1 %. Asimismo, los tipos de interés pagados por los depósitos de las sociedades no financieras mostraron un nivel de heterogeneidad entre entidades considerablemente mayor que el observado en años precedentes (véase gráfico 2.12).

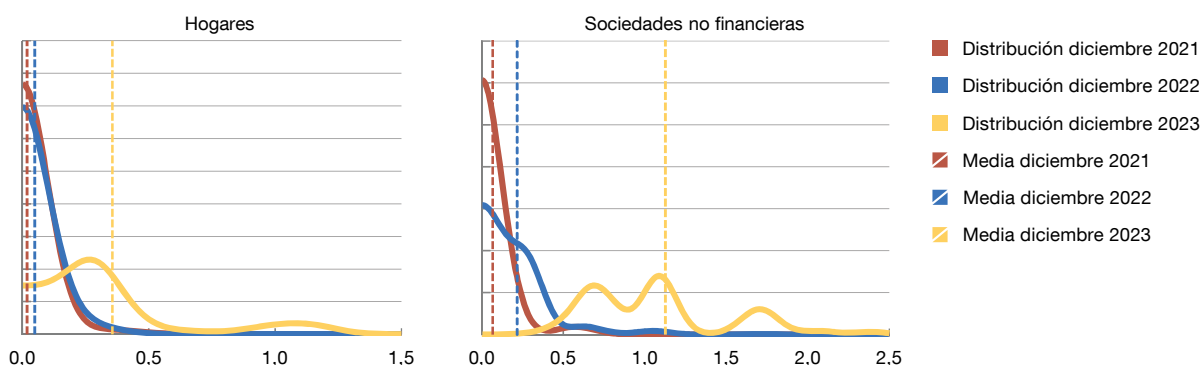
**El peso de los depósitos a plazo de los hogares y sociedades no financieras aumentó en 7 puntos porcentuales en 2023, pero sigue siendo inferior al observado antes del período de tipos de interés negativos (14,6 % en diciembre de 2023 frente a 47,2 % en 2014).** En términos agregados, las cuentas a la vista seguían representando a diciembre de 2023 un 85,3 % de los depósitos totales del sector privado no financiero.

**Las entidades españolas mantuvieron sólidos niveles de liquidez a pesar del endurecimiento del tono de la política monetaria y de la corrección de valor de los instrumentos de deuda.** La ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) del conjunto de entidades españolas se situó en el 186,3 % en diciembre de 2023, cerca de 8 pp por encima del nivel observado a cierre de 2022 y superando holgadamente el requerimiento regulatorio (100 %). Esta mejora fue generalizada entre entidades. La ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) se mantuvo en niveles similares a los de los últimos años, situándose en el 133 % en diciembre de 2023, frente al 131,4 % alcanzado un año antes, y nuevamente por encima del mínimo exigido (100 %) (véase gráfico 2.13).

Gráfico 2.12

**En 2023 aumentó la remuneración de los depósitos en España y su grado de heterogeneidad entre entidades, especialmente en los depósitos a empresas no financieras**

#### 2.12.a Evolución de la distribución de los tipos de interés de los depósitos. Negocios en España (a)



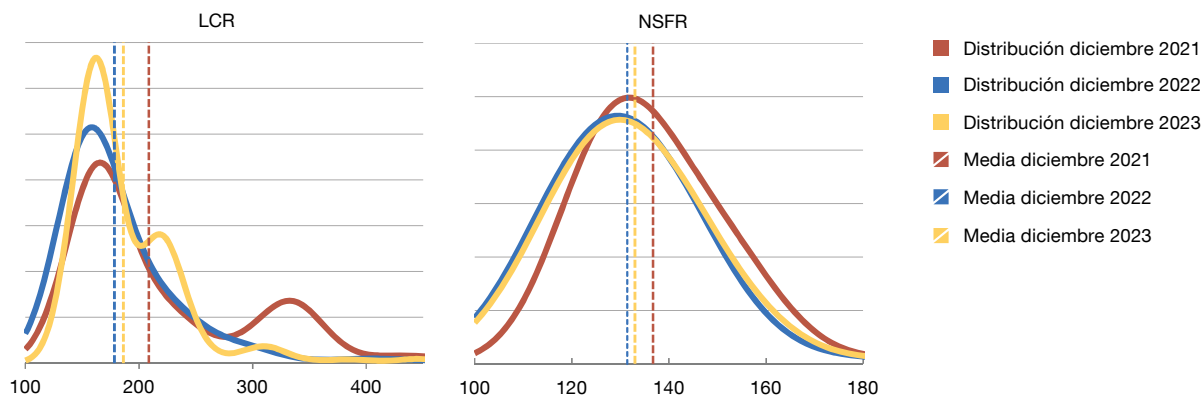
FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran las funciones de densidad de los tipos de interés medios aplicados por las distintas entidades financieras a los depósitos de hogares y sociedades no financieras, ponderados por el volumen que estos depósitos representan en cada una de ellas. Dichas funciones de densidad se aproximan mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de ella y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de la función. Las líneas verticales discontinuas muestran los tipos de interés medios en cada una de las fechas consideradas.

Gráfico 2.13

**Las entidades españolas mantienen una sólida posición de liquidez a pesar del endurecimiento de la política monetaria**

#### 2.13.a Evolución de la distribución de las ratios LCR y NSFR. Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los gráficos muestran las funciones de densidad de las ratios LCR y NSFR para las entidades de depósito españolas, ponderadas por el volumen de activos de cada una de ellas. Dichas funciones de densidad se aproximan mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de ella y proporciona una representación gráfica continua y suavizada de la función. Las líneas verticales muestran las ratios LCR y NSFR medias del conjunto del sistema bancario español en cada una de las fechas consideradas.

## 2.1.2 Rentabilidad y solvencia

### *Rentabilidad*

**El resultado neto consolidado del sector bancario español en el año 2023 aumentó un 27,7 % respecto a 2022, debido principalmente al crecimiento del margen de intereses.**

La mejora del resultado neto se tradujo en un incremento en la rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés), que aumentó desde el 0,6 % alcanzado en 2022 hasta el 0,8 % de 2023 (véase gráfico 2.14.a). En la misma línea, la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) se situó en el 12,4 %, 2,3 pp superior a la del año anterior, y por encima de la estimación de referencia del coste de capital (COE, por sus siglas en inglés) que se situaba en el 9 % en diciembre de 2023<sup>16</sup>, si bien la incertidumbre sobre este coste es elevada. En 2023 el COE aumentó en 0,2 pp debido a que la subida del tipo real libre de riesgo y de la prima diferencial de los bancos españoles no fue compensada por el descenso de la prima bursátil general. Sin el impacto del gravamen extraordinario a la banca, así como de otros resultados extraordinarios de ambos ejercicios<sup>17</sup>, el crecimiento interanual del resultado habría sido del 31,6 % y el ROE se habría situado en el 12,9 %.

**El incremento del resultado de la actividad en el extranjero de las principales entidades con presencia internacional contribuyó a la mejora del beneficio.** El aumento más significativo se produjo en México (un 29 % en tasa interanual), y este, junto con los avances en el Reino Unido y Turquía, permitió compensar las caídas experimentadas en el resultado en Brasil y Estados Unidos (véase gráfico 2.14.b).

**El margen de intereses consolidado aumentó de manera notable en 2023, un 22,4 % en tasa interanual, como consecuencia del aumento de los márgenes unitarios.** La mejora del margen de intereses, mayor en el negocio en España que en el internacional, se debió principalmente al significativo efecto precio (véase gráfico 2.15.a), derivado de la mayor traslación de la subida de los tipos a los préstamos frente a los depósitos. El efecto cantidad también fue positivo, aunque su impacto sobre la mejora del margen de intereses fue mucho menor a nivel consolidado, y en los negocios en España apenas tuvo efecto. La preponderancia de préstamos a tipo variable y la orientación dominante del modelo de negocio al sector minorista, características propias del sector bancario español, favorecen este aumento.

**El aumento de los tipos de interés de referencia se ha trasladado al activo de las entidades en mayor medida que al pasivo.** Con datos para el negocio en España, el nivel de traslación acumulado en diciembre de 2023 en los préstamos al sector privado residente

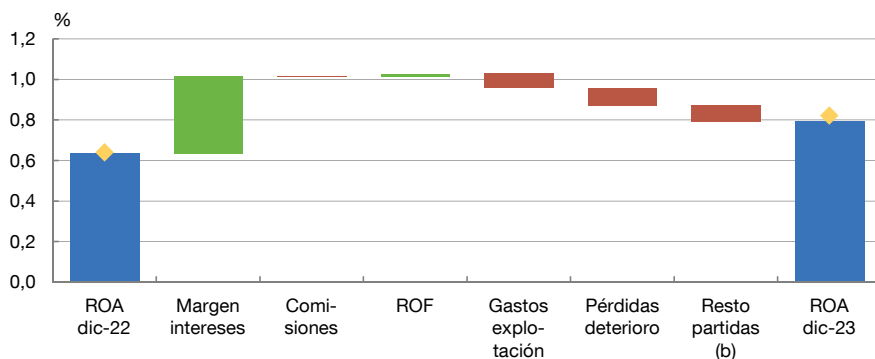
<sup>16</sup> La exclusión del componente principal de la prima de compensación por la inflación en el COE podría reducir el nivel del COE hasta el 6,9 %, todavía más alejado del ROE. El coste de capital es una magnitud no observada, y su estimación puede variar de manera importante según el modelo utilizado, véase Luis Fernández Lafuerza y Javier Mencía. (2021). «*Estimating the cost of equity for financial institutions*», Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España, 40, pp. 49-66.

<sup>17</sup> El gravamen extraordinario a la banca pagado en 2023 alcanzó los 1.263 millones de euros, mientras que en 2022 se registraron resultados extraordinarios negativos debido a la compra de oficinas por parte de una entidad por un importe de 200 millones de euros.

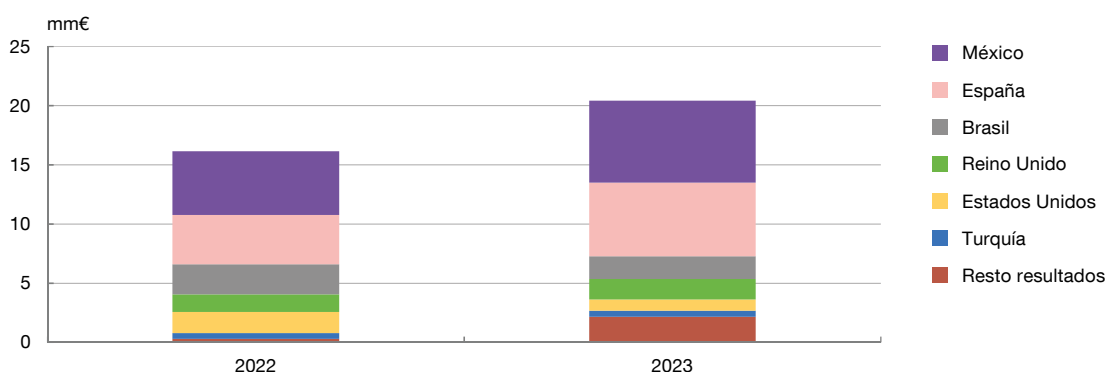
Gráfico 2.14

**El resultado consolidado creció un 28 % en 2023, impulsado principalmente por el margen de interés y, en términos geográficos, por la fortaleza del negocio en México y en España**

2.14.a Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



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



FUENTES: Banco de España e informes financieros de las entidades.

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2023 respecto a diciembre de 2022. Los rombos amarillos muestran el ROA excluido el resultado extraordinario en 2022 derivado de la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros) y el impacto del gravamen temporal a la banca en 2023 (-1,3 mm de euros).
- b Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios y el gravamen temporal a la banca referidos en la nota anterior.
- c De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es de más importancia y más extendida en el tiempo; la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría «Resto de resultados» incluye los resultados en el resto de los países y de los centros corporativos de las entidades.



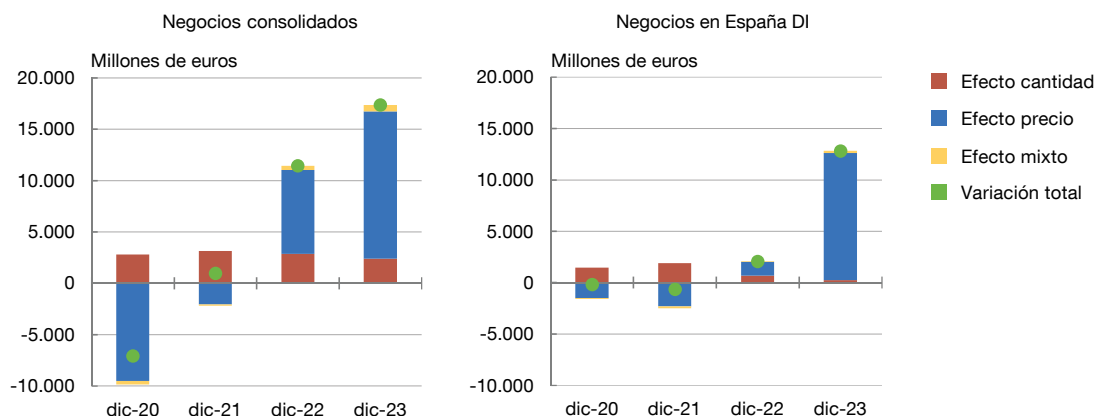
se situó en torno al 57 % para el conjunto de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y para empresas no financieras, lo que supuso un incremento de alrededor de 10 pp frente a seis meses antes. En los préstamos a hogares para otros fines la traslación acumulada se situó en el 37,7 %. Por el lado del pasivo, a pesar del aumento en la remuneración de los depósitos minoristas observado en 2023, el nivel de traslación apenas alcanzaba un 7,5 % y un 22,6 % para el conjunto de los depósitos<sup>18</sup> de hogares y empresas no financieras, respectivamente. A pesar de la evolución al alza de la traslación de las subidas de tipos de interés a los depósitos en el segundo semestre del año (3,5 pp para hogares y 8,5 pp para empresas no financieras), se mantiene en niveles inferiores a los observados por el lado del

<sup>18</sup> Incluyendo tanto depósitos a la vista como a plazo.

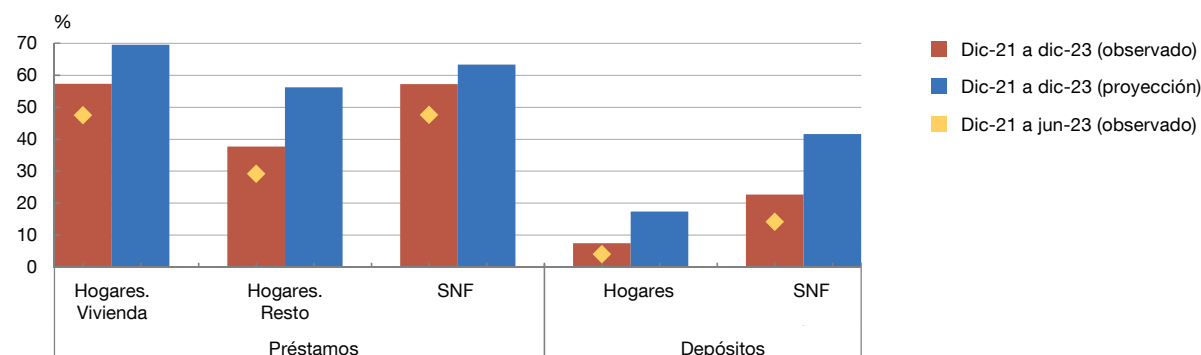
Gráfico 2.15

**El notable aumento del margen de intereses en 2023 se debió fundamentalmente a la ampliación de los márgenes unitarios en las distintas áreas de negocio bancario**

### 2.15.a Composición de la variación del margen de intereses (a)



### 2.15.b Traslación del incremento del euríbor a los tipos de interés de préstamos y depósitos (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El efecto cantidad se calcula como el producto de la variación de la inversión (en el caso de los ingresos) o de la financiación (en el caso de los gastos) por la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o el coste (en el caso de los gastos) mantenidos constantes en los valores del periodo inicial. Asimismo, el efecto precio se calcula como el producto de la variación de la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o del coste (en el caso de los gastos) por la inversión (en el caso de los ingresos) o la financiación (en el caso de los gastos) mantenidas constantes en los valores del periodo inicial. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia de la variación total con la suma de los efectos precio y cantidad. Los efectos sobre el margen de intereses se calculan como la diferencia de los efectos sobre ingresos por intereses y gastos por intereses.
- b La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés de los préstamos y depósitos bancarios en el período considerado y la variación máxima del euríbor a doce meses en el mismo período. La proyección de la evolución de los tipos de interés de los préstamos y depósitos bancarios se ha llevado a cabo mediante un modelo SVAR estructural multivariante estimado con información proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.

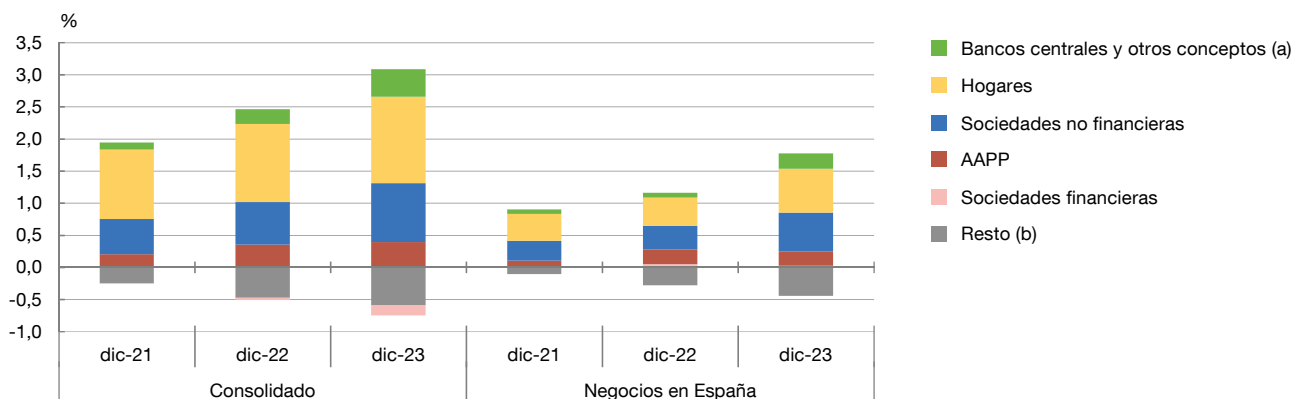
activo, y alejados todavía de los niveles que hubieran sido esperables de acuerdo a la experiencia histórica (véase gráfico 2.15.b), en buena medida por la aún elevada liquidez existente.

**El peso de los intereses procedentes de bancos centrales ha aumentado en los últimos dos años, pero el margen procedente de hogares y sociedades no financieras se mantiene como el principal contribuyente al margen de intereses.** Entre diciembre de 2021 y diciembre de 2023, el peso de los intereses de bancos centrales sobre activos totales medios (ATM) se ha incrementado 0,32 pp en el negocio consolidado (desde el 0,11 % hasta

Gráfico 2.16

**El peso de los intereses procedentes de bancos centrales ha aumentado en 2023, aunque hogares y empresas siguen siendo la principal contraparte generadora del margen de intereses**

2.16.a Desglose del margen de intereses por contraparte



FUENTE: Banco de España.

- a La categoría «Bancos centrales y otros conceptos» incluye los ingresos y gastos financieros procedentes de «Otros activos», que engloba pero no permite desagregar los intereses por los saldos en efectivo en bancos centrales al incluir también otras partidas de menor importancia como intereses relacionados con el efectivo, los activos no corrientes y grupos enajenables de elementos mantenidos para la venta, los ingresos netos de los activos por prestaciones definidas, etc.
- b La categoría «Resto» incluye, entre otras partidas, los derivados (de negociación, contabilidad de coberturas, riesgo de tipo de interés) y los valores representativos de deuda emitidos cuyos gastos financieros son mayores que los ingresos, de modo que reducen el margen de intereses.

el 0,43 %) (véase gráfico 2.16), mientras que en el caso de hogares y empresas este incremento fue mayor, 0,63 pp. Así, los hogares y las empresas siguen constituyendo las principales contrapartes generadoras del margen de intereses, hasta situarse a nivel consolidado en el 1,35 % para hogares y el 0,92 % para empresas. En los negocios en España la evolución es comparable.

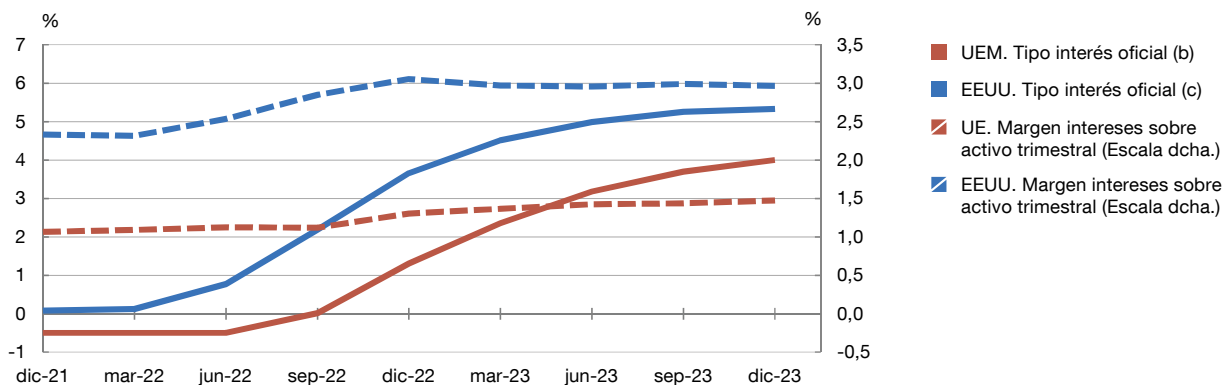
**El final del ciclo de endurecimiento monetario al que apunta la coyuntura actual limitaría las posibilidades de expansión adicional de los ingresos por intereses.** Los últimos datos disponibles sobre nuevas operaciones de préstamo a hogares y sociedades no financieras en España revelan que las subidas de los tipos de interés se habrían agotado ya, en línea con la evolución reciente del euríbor. En consecuencia, si se cumplen las expectativas de los mercados de recortes en los tipos de interés, los ingresos por intereses estarían próximos a alcanzar el final de su ciclo expansivo. Además, en el caso de una potencial bajada de los tipos de interés, los préstamos a tipo variable se ajustarían de forma automática, de acuerdo con los plazos de revisión establecidos.

**Por el contrario, persiste todavía cierto recorrido al alza en el coste de los depósitos bancarios.** En primer lugar, puede continuar el trasvase de fondos desde cuentas a la vista hacia depósitos a plazo, que ofrecen una mejor remuneración, si bien no pueden utilizarse para gestionar los flujos de caja de los clientes. Además, a pesar de la moderación esperada de los tipos de interés de referencia en 2024, estos se situarían todavía sensiblemente por encima del tipo medio de los depósitos en España —que se mantienen entre los más bajos

Gráfico 2.17

**El crecimiento del margen de intereses en Europa y Estados Unidos parece agotarse ante el final del ciclo alcista de los tipos de interés**

2.17.a Margen de intereses y tipos oficiales en la UEM y Estados Unidos (a)



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) y Reserva Federal de Estados Unidos.

a El margen de intereses sobre activo de las entidades europeas corresponde a la muestra de los principales bancos de la Unión Europea considerada por la EBA, mientras que el de Estados Unidos contempla un conjunto más amplio de entidades estadounidenses, al tener en cuenta todas aquellas que reportan datos al FDIC.

b Tipo de interés de la facilidad marginal de depósito del BCE.

c *Federal Funds rate*.

de los principales países europeos—. Esto contribuiría a mantener el atractivo de la rentabilidad de opciones de ahorro alternativas, como la deuda pública de forma directa o indirecta vía fondos de inversión, o los seguros. Las previsiones de reducción de liquidez del BCE también apoyarían este proceso.

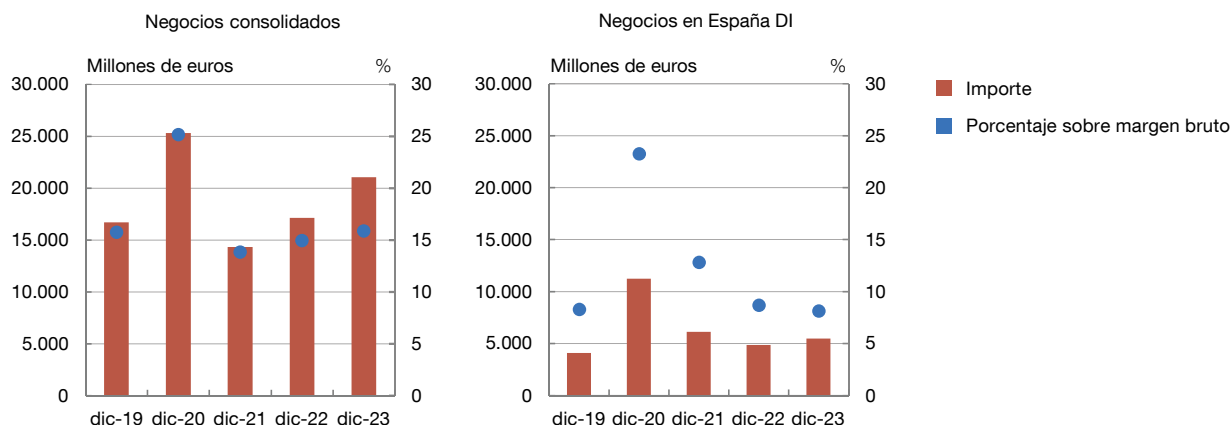
**En este sentido, el margen de intereses de las entidades europeas mostró signos de estabilización en la última parte de 2023, y en Estados Unidos incluso se redujo.** De acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), el margen de intereses sobre activo de las principales entidades europeas ralentizó su ritmo de crecimiento en la segunda mitad de 2023, debido fundamentalmente a un mayor traslado del incremento de los tipos de interés al coste de su pasivo (véase gráfico 2.17). En Estados Unidos, donde el ciclo de endurecimiento monetario se inició y se estabilizó antes, el margen de intereses sobre activo en diciembre de 2023 se redujo respecto al máximo alcanzado en el último trimestre de 2022. Esta evolución del margen de intereses contribuyó a explicar el descenso del ROA observado tanto en Estados Unidos como en Europa en el último trimestre de 2023.

**En línea con el margen de intereses, el margen de explotación también aumentó en 2023 (un 22,4 % en tasa interanual), pese al incremento de los gastos de explotación impulsados por el entorno de elevada inflación (un 7,8 % en 2023).** Por su parte, las comisiones netas mostraron una subida interanual del 2,2 % (véase anejo 2), significativamente inferior a las del margen de intereses y de los gastos de explotación, mientras que el resultado

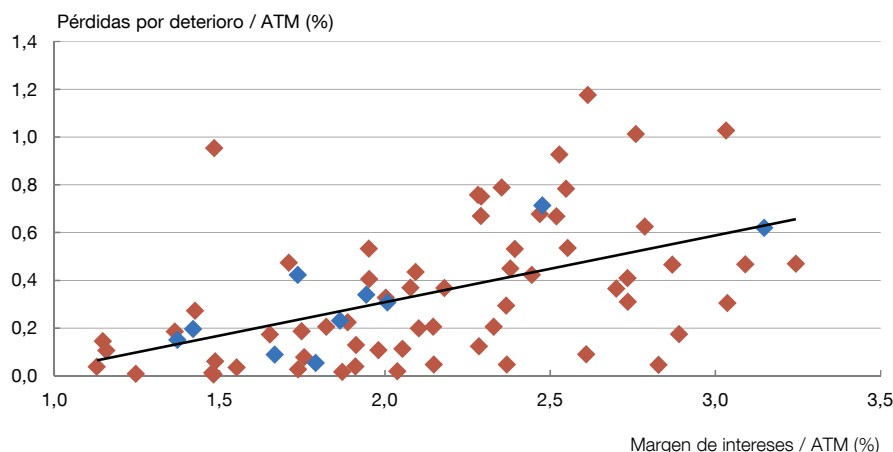
Gráfico 2.18

**Las pérdidas por deterioro, tanto a nivel consolidado como en los negocios en España, aumentaron en el último año, y se observa una relación positiva entre ellas y el margen de intereses**

### 2.18.a Pérdidas por deterioros financieros



### 2.18.b Relación entre el margen de intereses y las pérdidas por deterioro. Datos consolidados (a). Diciembre 2023



FUENTE: Banco de España.

a Se muestran en azul las entidades significativas.

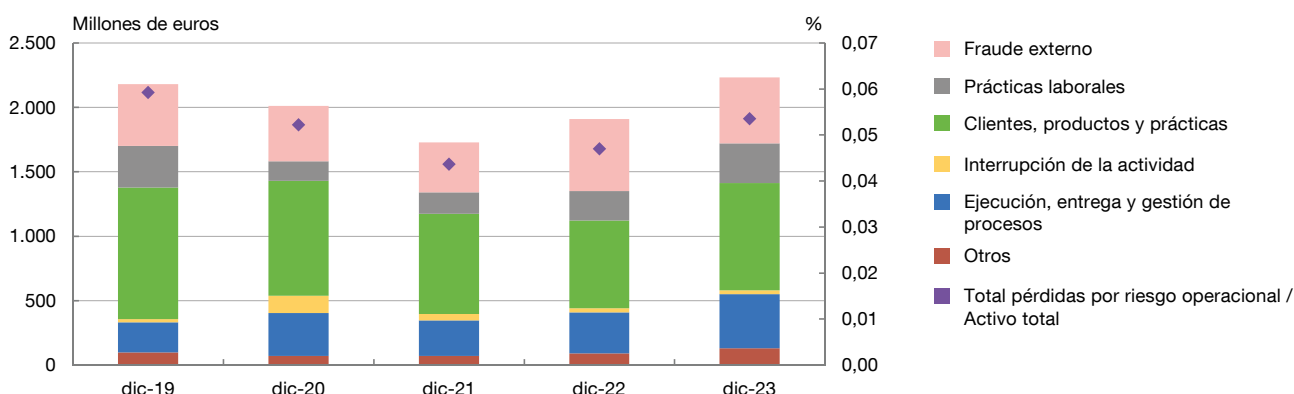
de operaciones financieras (subida del 14,2 %) contribuyó también de manera positiva al margen de explotación.

**Las pérdidas por deterioros financieros aumentaron un 22,9 % interanual a nivel consolidado, en buena parte debido a su crecimiento en el negocio en el extranjero, aunque también se incrementaron en los negocios en España.** El crecimiento de las pérdidas por deterioro consolidadas se observaba desde mediados de 2022, mientras que, en España, en línea con la peor evolución reciente de la calidad del crédito (véanse gráficos 2.3.b y 2.4.a), ha sido en los últimos trimestres cuando han empezado a registrarse aumentos (2,5 % de crecimiento interanual en septiembre y 12,6 % en diciembre) (véase gráfico 2.18.a).

Gráfico 2.19

**Los eventos de conducta siguen preponderando en las pérdidas brutas por riesgo operacional, que han aumentado en 2023**

2.19.a Importe bruto de las pérdidas por riesgo operacional. Eventos nuevos. Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

En cualquier caso, las pérdidas por deterioro continúan representando una proporción reducida del margen bruto.

**Se observa una relación positiva entre la generación de margen de intereses y las pérdidas por deterioro, señalando el vínculo entre rentabilidad y riesgo.** En 2023, las entidades que han obtenido un mayor margen de intereses (sobre ATM) tienden a ser también aquellas que han tenido que dotar mayores provisiones (sobre ATM) (véase gráfico 2.18.b). Resulta necesario monitorizar con atención la evolución de estas dos variables en los próximos trimestres dado que, por un lado, el margen de intereses podría estabilizarse o reducirse, mientras que, por otro, las pérdidas por deterioro podrían aumentar, por el freno de la actividad económica o por la persistencia de tipos de interés relativamente elevados. Las entidades que hayan asumido más riesgos en su cartera de crédito estarían relativamente más expuestas a este riesgo.

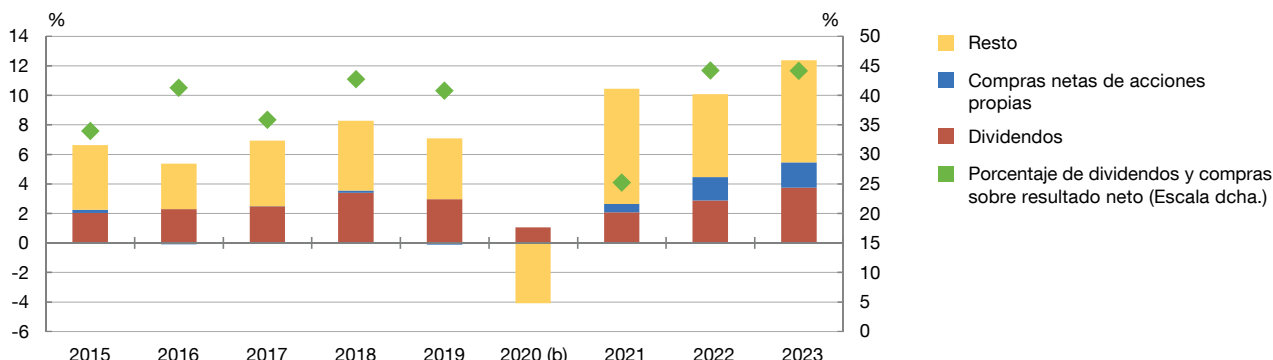
**El importe bruto de las pérdidas por riesgo operacional en nuevos eventos durante 2023 ha aumentado respecto a los dos años anteriores.** Estas pérdidas por riesgo operacional registradas en 2023 se situaron en 2.230 millones de euros, lo que supone un 0,05 % del activo total del sistema, 7 milésimas más que el año previo (véase gráfico 2.19). El mayor peso corresponde a los incidentes relativos a clientes, productos y prácticas de las entidades.

**Actualmente los ciberriesgos tienen un impacto contenido, pero representan una preocupación creciente.** Como ejemplo de su potencial impacto, Redsys, el principal procesador de pagos para la operativa de tarjetas y de Bizum, experimentó dos incidentes en noviembre de 2023, que dieron lugar a la interrupción temporal de estos servicios de pagos, aunque no afectaron a la liquidación interbancaria. Ambos fallos se produjeron por incidencias técnicas en la infraestructura que afectaron al servicio de autorización de las operaciones; se descartó que se tratase de algún tipo de ciberataque. En respuesta a los incidentes, Redsys

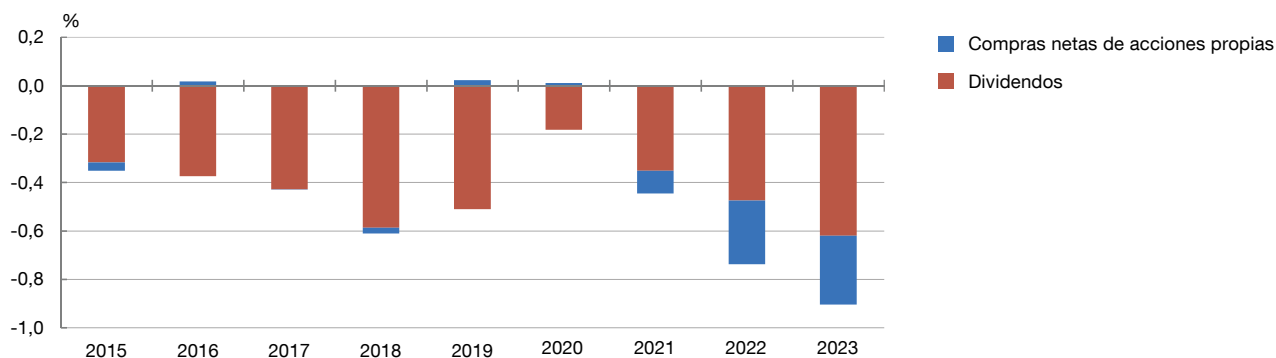
Gráfico 2.20

**El aumento de los resultados se ha traducido en una mayor distribución de beneficios y esta se sitúa en niveles relativamente elevados en relación con los activos ponderados por riesgo**

#### 2.20.a Dividendos y compras netas de acciones propias en términos del ROE y del resultado neto (a)



#### 2.20.b Dividendos y compras netas de acciones propias como porcentaje de los activos ponderados por riesgo (a)



FUENTE: Banco de España.

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

b El porcentaje de dividendos y compras sobre resultado neto no está definido en este año, al haberse registrado pérdidas.

ejecutó sus planes de contingencia; para ello contó con el respaldo de los comercios y del resto de los intervinientes en el pago, que permitieron mitigar el impacto<sup>19</sup>. Es necesario mantener la vigilancia frente a potenciales eventos más graves, en particular los de posible carácter malicioso. El capítulo temático de este IEF analiza en mayor detalle los ciberriesgos y las iniciativas supervisoras para contenerlos.

**La tasa de distribución de beneficios se ha mantenido casi constante (44 %) en 2023 respecto al año anterior, pero dado el crecimiento de estos, se ha incrementado la retribución al accionista de forma notable (véase gráfico 2.20.a). Esto aumentaría el**

<sup>19</sup> El Real Decreto-ley 8/2023 de 27 de diciembre ha ampliado el perímetro de los sujetos obligados a determinados requerimientos del Reglamento DORA con el objeto de reforzar la resiliencia operativa del sistema de pagos. Las empresas tecnológicas ahora sujetas tendrán que implementar las medidas necesarias para cumplir con las nuevas obligaciones y los incumplimientos serán sancionables por el Banco de España.

atractivo del sector bancario para ciertos inversores que busquen distribuciones regulares de beneficios<sup>20</sup>. Como contraparte, la distribución o uso de los beneficios implica también un menor reforzamiento de la solvencia. En términos de los activos ponderados por riesgo (APR, el denominador de las diferentes ratios de capital), el porcentaje de los resultados<sup>21</sup> destinado al pago de dividendos o a la recompra de acciones (0,9 %) ha sido el más alto de los últimos años (véase gráfico 2.20.b). Esto se debe de nuevo fundamentalmente al crecimiento de los beneficios, que al elevarse en relación con los APR ofrecen más posibilidades de incrementar las ratios de solvencia a través de su retención como reservas. La potencial evolución menos favorable en los próximos trimestres de variables fundamentales para la rentabilidad del sector como el margen de intereses o las pérdidas por deterioro, hacen recomendable que las entidades lleven a cabo una política prudente de gestión de sus beneficios que aumente su capacidad de resistencia ante posibles *shocks* adversos en el actual contexto macrofinanciero.

### Solvencia

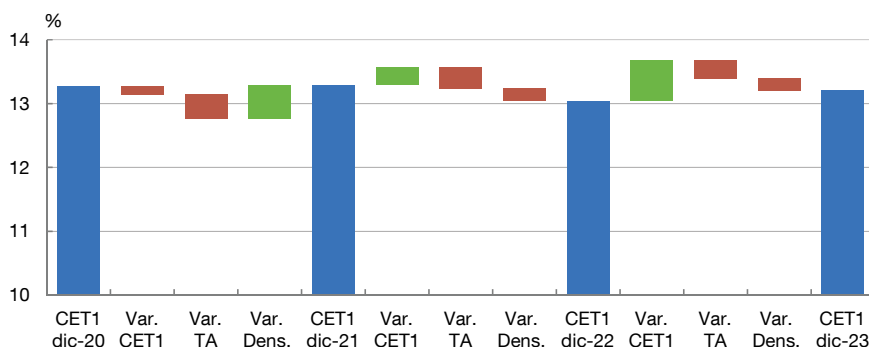
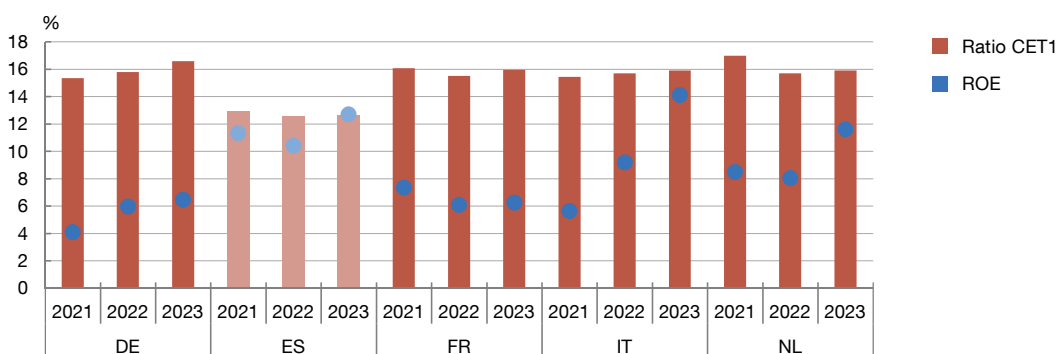
**La ratio de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) aumentó muy moderadamente en el último año, y se situó en el 13,2 % en diciembre de 2023.** Esto representa una variación de 17 pb respecto al valor reportado a cierre de 2022. La modesta subida se debió a la expansión del capital CET1 (numerador de la ratio), cuya variación interanual fue del 5 % (véase gráfico 2.20.a). Tal expansión compensó la contribución negativa sobre la ratio de CET1 del crecimiento de los APR (denominador de la ratio), cuya variación interanual fue del 3,7 %. La contribución negativa de los APR se debió principalmente a un crecimiento interanual del 2,3 % del total de activos en 2023 y, en menor medida, a un incremento (55 pb) en la densidad en el mismo período (véase gráfico 2.21.a). La mayor densidad de los APR estaría relacionada con el menor peso de los activos con ponderaciones más reducidas, como son los depósitos en el banco central o garantizados por el Estado.

**El sistema bancario español aumentó en 2023 la distancia que lo separa de los niveles de ratio CET1 del resto de los principales sistemas bancarios europeos, a pesar de mostrar de forma general mayores niveles de rentabilidad sobre recursos propios.** A finales de 2023, la ratio de CET1 para España se mantuvo por debajo de países como Alemania, Francia, Italia y Países Bajos (véase gráfico 2.21.b). Aunque parte de estos menores niveles de capital se explicarían por factores estructurales, como un menor uso de modelos internos y una mayor densidad de activos, cabe destacar que, pese al aumento del último año, la ratio de CET1 para España tuvo un incremento menor que el de la ratio de las economías de referencia. En contraste, comparado con el mismo grupo de

<sup>20</sup> Véase Esther Cáceres y Matías Lamas. (2023). «Dividend Restrictions and Search for Income», Documentos de Trabajo, 2332, Banco de España.

<sup>21</sup> Por su parte, 2023 ha sido un año excepcional en cuanto a que los ajustes patrimoniales procedentes de «Otro resultado global acumulado» han sido positivos, lo que supone sólo la segunda vez que esto ocurre en los últimos diez años.

Gráfico 2.21

**La ratio de CET1 de los bancos españoles se incrementó muy moderadamente en 2023****2.21.a Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre 2020 y 2023 (a). Datos consolidados****2.21.b Comparativa europea de la ratio de CET1. Datos consolidados. Diciembre 2021-2023**

FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

a La ratio de CET1 se descompone por su variación de CET1, total activos (TA) y densidad (Dens.), donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre total activos. Por tanto, la ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre TA x Dens. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.



economías, el sistema bancario español ha sido de los más rentables en los últimos tres años (véase gráfico 2.21.b)<sup>22</sup>.

## 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

### 2.2.1 Sector financiero no bancario

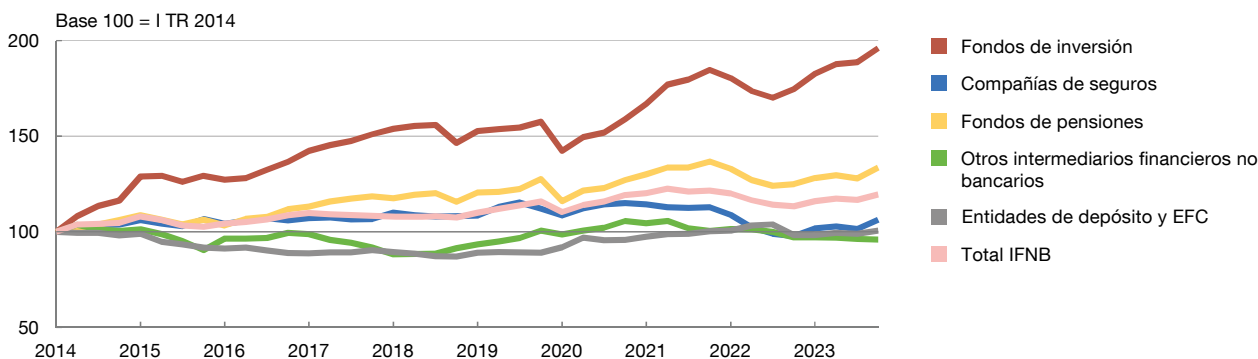
**El activo total del sector financiero no bancario aumentó ligeramente en España a lo largo de 2023, dejando atrás la tendencia decreciente que lo caracterizó en 2022.** En la primera mitad de 2023, prácticamente todos los segmentos del sector financiero no bancario

<sup>22</sup> La diferencia entre la cifra de 12,7 % del ROE en el gráfico 2.21.b de esta subsección y el nivel del 12,4 % de la anterior se debe a que la primera se refiere a la muestra de las principales entidades (que representan más del 90 % del total activo consolidado del sistema) utilizada por la EBA y la segunda al total entidades depósito del sistema bancario español.

Gráfico 2.22

**El activo total del sector financiero no bancario se ha estabilizado tras los descensos iniciados a comienzos de 2022, con un comportamiento más expansivo de los fondos de inversión**

2.22.a Evolución del activo total de los diferentes sectores financieros en España. Datos a nivel no consolidado (a)



FUENTE: Banco de España (Cuentas Financieras).

a En el primer trimestre de 2014, el activo total no consolidado de los fondos de inversión (tanto monetarios como no monetarios), las compañías de seguros, los fondos de pensiones, el resto de intermediarios financieros no bancarios y las entidades de depósito y los establecimientos financieros de crédito (EFC) en España fue, respectivamente, de 203, 285, 118, 571 y 2.922 mm de euros.

experimentaron un crecimiento sostenido, siendo este aumento más notable entre los fondos de inversión (véase gráfico 2.22). En la segunda mitad del año, sin embargo, la evolución ha sido más heterogénea: algunos segmentos han seguido creciendo, aunque de manera más moderada, como los fondos de inversión; mientras que otros han registrado un ligero descenso, como los fondos de pensiones.

**El peso relativo del sector financiero no bancario aumentó también de forma moderada en 2023.** Con una subida interanual de 0,41 pp, representaba un 32,1 % del activo total del sistema financiero español al final del año pasado. El crecimiento relativo de este segmento viene apoyado por el hecho de que el activo total combinado de las entidades de depósito y los establecimientos financieros de crédito en España se ha mantenido esencialmente inalterado a lo largo de 2023, y su tamaño se ha mantenido estable durante la última década. El mayor crecimiento de los fondos de inversión desde 2022 en comparación con el del sector bancario refleja en parte un trasvase de algunos ahorradores hacia este sector, en un contexto de remuneración reducida de los depósitos bancarios.

### Fondos de inversión

**Los fondos de inversión domiciliados en España han continuado aumentando sus tenencias de deuda pública, en una recomposición de su cartera iniciada ya en la segunda mitad de 2022.** De manera significativa, las tenencias de renta fija de este sector en el tercer trimestre de 2023 alcanzaban un volumen equivalente a 2,3 veces el de sus tenencias de renta variable (excluyendo participaciones en otros fondos de inversión), con un

aumento de la proporción entre ambos tipos de tenencias (renta fija sobre variable) de casi 70 pp con respecto al 161 % observado en diciembre de 2021. Esto sería consecuencia del aumento de la remuneración de la renta fija por la subida de los tipos de interés. Esta recomposición ha venido acompañada por un aumento considerable del peso de instrumentos con calificación crediticia de grado de inversión y, en particular, de instrumentos con las más altas calificaciones crediticias (por encima de BBB+), fundamentalmente deuda pública. Por último, las tenencias de efectivo y los depósitos de los fondos domiciliados en España han continuado disminuyendo, mostrando una tendencia hacia la equiparación gradual con los niveles típicos de los fondos de inversión en el área del euro.

### *Fondos de pensiones*

**Las aportaciones a los fondos de pensiones continúan reduciéndose, pero su activo total y su rentabilidad media anual han seguido aumentando con respecto a finales de 2022.** La caída que venía produciéndose en las aportaciones brutas a fondos de pensiones se ha atenuado, y han disminuido tan solo un 0,4 % el último año. A pesar de ello, el activo total de los planes de pensiones se ha incrementado en un 5,8 % en diciembre de 2023 respecto al mismo mes del año anterior. En cualquier caso, la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones ha aumentado significativamente, pasando del -9,7 % en diciembre de 2022 al 8,8 % en el mismo mes de 2023. La rentabilidad a tres años también ha vuelto a tomar valores positivos (2,2 % en diciembre de 2023, frente a -0,4 % en diciembre de 2022).

### *Establecimientos financieros de crédito*

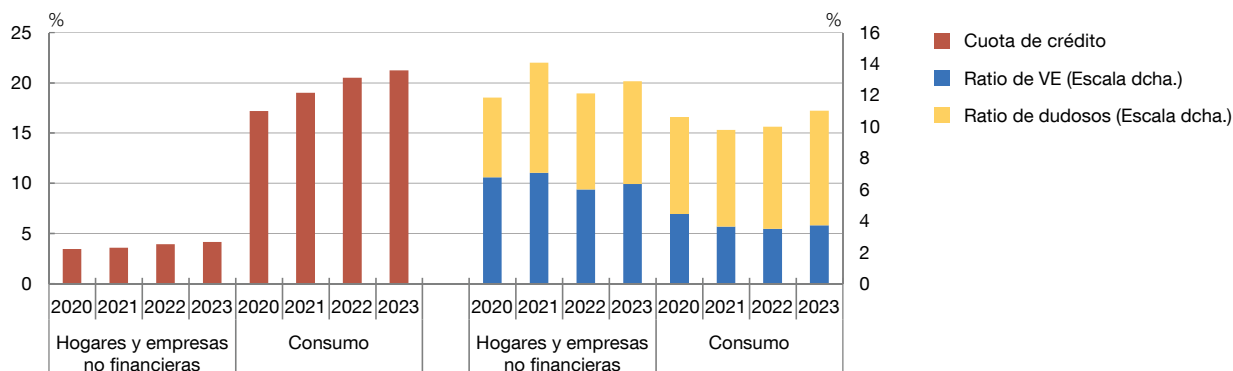
**La cuota de mercado de los establecimientos financieros de crédito (EFC) en el conjunto del crédito proporcionado por estos y las entidades de depósito aumentó ligeramente hasta situarse en el 4,2 %.** Su evolución reciente ha venido marcada por el crédito para consumo, segmento de negocio en el que se especializan estas entidades, y en el que su cuota ha crecido en los últimos tres años en 4 pp (0,2 pp en 2023), hasta situarse en el 21,2 % a cierre del año pasado (véase gráfico 2.23, parte izquierda). Ello ha sido posible gracias al crecimiento acumulado del crédito al consumo de los EFC en los tres últimos años del 30,6 % (6,7 % en 2023), lo que contrasta con el moderado crecimiento en entidades de depósito (ED) en el mismo período del 0,6 % (2,1 % en 2023).

**Las ratios de dudosos y vigilancia especial del crédito concedido por los EFC se han elevado en el último año, aunque de forma contenida.** Esto se observa tanto en el total del crédito a hogares y empresas no financieras como en la cartera de consumo. En particular, en esta última cartera, el aumento interanual de la ratio de dudosos ha sido de 23 pb, hasta el 3,71 %, y de 79 pb en la ratio de crédito en vigilancia especial, hasta el 7,30 % (véase gráfico 2.23, parte derecha).

Gráfico 2.23

**La cuota de crédito de los EFC en el conjunto del sistema (EFC y ED) creció moderadamente el último año, así como su ratio de activos problemáticos**

2.23.a Cuota de EFC sobre el total (parte izquierda). Ratios de dudosos y créditos en vigilancia especial de EFC (parte derecha). Negocios en España DI



FUENTE: Banco de España.

## 2.2.2 Interconexiones sistémicas

**Las interconexiones directas entre el sector bancario y el resto de los sectores financieros españoles han continuado disminuyendo en 2023, aunque de manera mucho más moderada que en 2022** (véase gráfico 2.24). Por el contrario, como se ha señalado en la sección de liquidez y financiación, las exposiciones entre entidades del sector bancario, aunque limitadas en relación con el activo total del sector (4,7 % en septiembre de 2023), han aumentado significativamente en el último año (0,7 pp sobre el activo total), en un contexto de mayor actividad interbancaria por la reducción de la financiación procedente del Eurosistema; con ello se ha revertido la tendencia ligeramente decreciente observada en 2022.

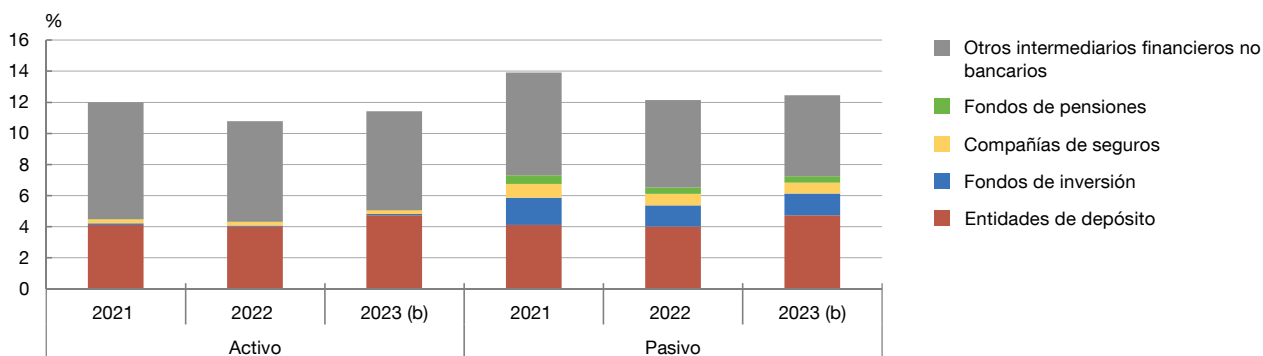
**En la cartera de valores negociables del sector bancario, las tenencias comunes con el resto de los sectores financieros residentes han aumentado ligeramente su peso en 2023.** De esta manera, continúa la tendencia de moderado crecimiento que se había observado en 2022. Este incremento ha sido más importante en el caso de las tenencias que los bancos tienen en común con las compañías de seguros, cuyo peso en la cartera de valores del sector bancario ha aumentado 1,7 pp (véase gráfico 2.25). Por el contrario, el crecimiento es más moderado para las tenencias en común con los fondos de inversión, cuyo peso aumentó tan solo 0,8 pp. La mayor parte de este incremento se ha producido en títulos con calificaciones crediticias en la parte media del grado de inversión, es decir, entre A- y AA+. Por último, por lo que respecta al tipo de instrumento y al sector del emisor, el aumento más destacable se ha producido en las tenencias de títulos de deuda emitidos por el sector público.

**Se ha producido una recuperación intensa del valor de los cryptoactivos en el período más reciente, si bien continúan representando una fracción pequeña de los mercados**

Gráfico 2.24

### Las interconexiones directas entre el sector bancario y el resto de sectores financieros se redujeron solo ligeramente en 2023

2.24.a. Descomposición del activo y pasivo del sector bancario procedente de exposiciones al resto de sectores financieros (% sobre activo total) (a)



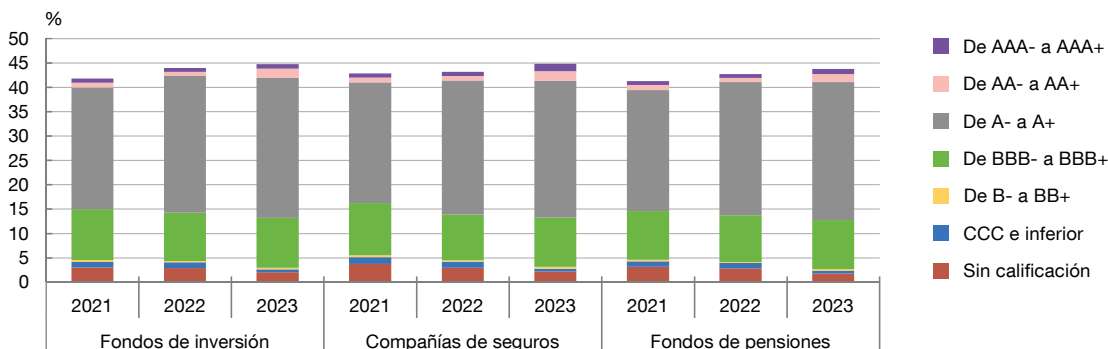
FUENTE: Banco de España (Cuentas Financieras).

- a Otros intermediarios financieros no bancarios incluye EFC, otros intermediarios financieros, auxiliares financieros e instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero.  
b Datos correspondientes a septiembre de 2023.

Gráfico 2.25

### En 2023 aumentaron de forma moderada las tenencias comunes de valores negociables de los bancos con otros sectores financieros

2.25 Peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros en la cartera de valores negociables del sector bancario (a)



FUENTE: Banco Central Europeo (Securities Holdings Statistics by Sector).

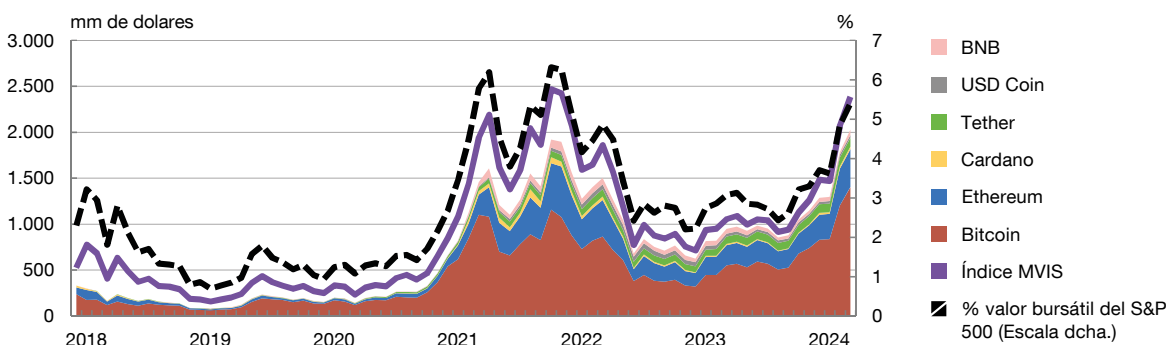
- a El sector bancario mantiene en su cartera de valores negociables títulos que se encuentran también en las carteras de otros sectores. Las barras muestran el peso de las tenencias comunes entre bancos y otros sectores financieros nacionales sobre la cartera de valores negociables del sector bancario, incluyendo tanto valores de renta fija como de renta variable y diferenciando según su calificación crediticia.

**financieros.** Así, el índice MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, que agrupa los 100 principales criptoactivos de acuerdo con su valor de mercado, aumentó su capitalización en más de un 140 % desde principios del pasado año hasta marzo de 2024 (véase gráfico 2.26). Tanto los criptoactivos con respaldo como el resto de las criptomonedas, entre las que se encuentra el Bitcoin, contribuyeron a esta revalorización. En el caso de Bitcoin, su valoración se ha situado en nuevos máximos históricos. La expectativa de que se estaría llegando al final

Gráfico 2.26

## En 2023 se produjo una notable recuperación en el valor de los principales criptoactivos

2.26.a Valor de mercado de los principales criptoactivos (a)



FUENTES: Banco de España, MVIS y Coinmarketcap.

a El índice de criptoactivos del gráfico es el MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, el cual se compone de las 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo), de acuerdo con su valor de mercado. En el gráfico, BNB, USD Coin y Tether son criptomonedas con respaldo. El resto son criptomonedas sin respaldo.

de la fase de endurecimiento de la política monetaria podría haber aumentado el apetito por ciertos activos de riesgo, como las criptomonedas. Por otra parte, la aprobación en Estados Unidos de un fondo cotizado en bolsa (*Exchange Traded Fund* o ETF) de Bitcoins, que podría resultar, en el futuro, en una ampliación de la base de inversores en estos activos<sup>23</sup> también podría haber jugado un papel significativo en esta revalorización.

**Los criptoactivos continúan representando una fuente de riesgos emergentes para la estabilidad financiera.** Los riesgos de mercado y liquidez asociados a estos instrumentos pueden ser elevados, sobre todo, en aquellos no respaldados por activos financieros tradicionales. Además, estos instrumentos pueden ser utilizados para actividades ilícitas y plantean relevantes riesgos operacionales y posibles impactos en los riesgos climáticos, por el elevado consumo de energía asociado a, entre otras, las actividades de minería. A pesar de la mayor familiaridad con estos activos y de la regulación de algunos de ellos, siguen siendo necesarias una monitorización prospectiva y una adecuada supervisión, así como completar la regulación prudencial de aquellas áreas no cubiertas, para evitar una toma excesiva de riesgos en este segmento<sup>24</sup>.

**Un aumento de la escala de los mercados de criptoactivos y de sus interconexiones, podría dotarles de un carácter sistémico.** Si bien es necesario progresar en el cierre de lagunas de información, no existe por el momento evidencia a nivel global de exposiciones sistémicas del sector bancario a los criptoactivos<sup>25</sup>.

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

24 Para más detalle, véase Banco de España (2022): «Criptoactivos», Informe de Estabilidad Financiera de primavera de 2022, Banco de España.

25 Para más información, véase BIS(2022): «Banks' exposures to cryptoassets – a novel dataset», Basel III Monitoring Report September 2022, BIS.

## ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A PERTURBACIONES DE ORIGEN INMOBILIARIO RESIDENCIAL

En el último año, se ha observado una contención de las vulnerabilidades asociadas al sector inmobiliario, en particular, los indicadores de desequilibrio del precio de la vivienda se han situado en valores cercanos a una posición neutral. No obstante, como se muestra en los capítulos 1 y 3, es necesario mantener la vigilancia de este sector, que ha mostrado una cierta reactivación en el segmento de vivienda en la segunda parte de 2023, y ser así capaces de detectar de forma temprana una potencial acumulación de riesgos.

Este recuadro complementa estos esfuerzos de monitorización, al medir la capacidad del sector bancario para resistir en términos de solvencia la materialización significativa de riesgos inmobiliarios que pudieran llegar a acumularse. Para ello, se utiliza el marco metodológico de pruebas de resistencia FLESB (*Forward-Looking Exercise on Spanish Banks*)<sup>1</sup> para llevar a cabo un análisis de la sensibilidad de la solvencia del sector bancario frente a perturbaciones de origen exclusivamente inmobiliario residencial.

En concreto, el ejercicio contempla caídas significativas en el precio y en la inversión en vivienda, que repercutirían en un freno notable en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias, con efectos de arrastre sobre otros sectores productivos y, en consecuencia, en la inversión y el empleo, lo cual también impactaría sobre el consumo de los hogares. El horizonte temporal considerado es 2024-2025, y el orden de magnitud del impacto asumido en el precio y en la inversión en vivienda se basa en el aplicado en los dos primeros años del escenario adverso definido para las pruebas de resistencia de 2023 de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés)<sup>2</sup>.

En la actualidad, este escenario tiene una probabilidad de ocurrencia muy reducida, ya que, en ausencia de desequilibrios significativos en el mercado inmobiliario, es muy difícil que se produzca un ajuste marcado de este fuera del contexto de una crisis macroeconómica más amplia. A pesar del endurecimiento de la política monetaria, la desaceleración de los precios de la vivienda ha sido contenida hasta el momento, y la materialización de un ajuste tan severo como el asumido en el escenario requeriría perturbaciones en otros sectores productivos o fuentes de inestabilidad que afectaran a la inversión inmobiliaria.

De hecho, ambos escenarios de crisis, ya sea concentrada en el sector inmobiliario residencial o con un alcance más general, están también muy alejados de las perspectivas actuales. A pesar de esta naturaleza contrafactual, el ejercicio resulta útil para medir los efectos en la solvencia de este sector tan importante para la estabilidad financiera, materializados a través de canales específicos, y para identificar la respuesta de la política macroprudencial más adecuada en caso de detectarse potenciales vulnerabilidades.

El gráfico 1 muestra la evolución del precio de la vivienda bajo los escenarios base y adverso, siendo la diferencia entre ambos de 10,6 puntos porcentuales (pp) en términos de crecimiento promedio en el horizonte 2024-2025<sup>3</sup>. En relación al comportamiento histórico de la variable, la caída media en el escenario adverso está en línea con la registrada en la crisis financiera global<sup>4</sup>, si bien, está más concentrada en el tiempo.

El impacto del escenario adverso en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias, así como en variables macroeconómicas relevantes se presenta en el

1 El FLESB es un marco metodológico top-down desarrollado internamente por parte de Banco de España, y aplica los mismos escenarios, supuestos y modelos de manera consistente para todas las entidades bancarias analizadas. Las fuentes de datos disponibles son muy granulares, y alcanzan el nivel de operación y activo adjudicado individual en el negocio en España. Las principales características de este marco se describen en el *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2013. En años sucesivos, en el Informe de Estabilidad Financiera, se han ido presentando las principales mejoras y nuevos desarrollos introducidos en él, ya que se trata de un marco dinámico en continuo desarrollo. El análisis presentado en este recuadro utiliza la información histórica observada en la última ejecución de las pruebas de resistencia, con datos a cierre de 2022.

2 A diferencia de dicho escenario, para estudiar el efecto de la perturbación en el sector inmobiliario de forma aislada, no se consideran otras perturbaciones que pudieran afectar al cuadro macroeconómico y financiero, como variaciones en los tipos de interés o cambios en el contexto económico internacional.

3 El escenario también contempla un impacto de -13,3 pp en el precio del suelo en términos de diferencia base-adverso de crecimiento promedio en el horizonte 2024-2025.

4 La comparación se realiza respecto a los tres peores años de la crisis global en términos de caída del precio de la vivienda, es decir, se contemplan los años 2011 a 2013.

## ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A PERTURBACIONES DE ORIGEN INMOBILIARIO RESIDENCIAL (cont.)

gráfico 2. La incidencia en el VAB real del sector de la construcción y actividades inmobiliarias se estima en  $-3,3$  pp en media anual en el horizonte del ejercicio, y su incidencia indirecta en la actividad conllevaría una caída del crecimiento medio del PIB real de  $0,6$  pp y un incremento de la tasa de paro de  $0,7$  pp. Los impactos en el crecimiento del crédito a hogares para la compra de vivienda y en el crédito a empresas se estiman en  $-1,5$  pp y  $-2,2$  pp, respectivamente<sup>5</sup>.

En este contexto, el impacto estimado en la ratio de CET1 agregada de las entidades de depósito españolas es de  $0,2$  pp al final del horizonte de los dos años del ejercicio<sup>6</sup>. Este impacto en las entidades se materializa por distintos canales (véase gráfico 3).

La reducción en los precios de los inmuebles residenciales tiene un efecto negativo en el patrimonio de las familias y las empresas, conocido como «efecto riqueza», y también en el valor del colateral de sus préstamos inmobiliarios. Estos impactos lastran las decisiones de consumo, también afectadas por el freno de la actividad y la inversión, en particular en los sectores directamente afectados. Todo

ello daría lugar a aumentos en la probabilidad de deterioro (PD) de los créditos bancarios de las familias y las empresas.

El gráfico 4 presenta el aumento medio en las PD estimadas en el escenario adverso frente al escenario base, relativizadas por el impacto medio asumido en el precio de la vivienda. Los mayores incrementos de PD se registrarían en los sectores de actividades inmobiliarias y construcción, mientras que las hipotecas de los hogares y el resto de carteras muestran un deterioro de su calidad de crédito significativamente menor.

Si bien el peso del crédito hipotecario a hogares sobre el total del crédito concedido en el negocio bancario nacional al sector privado no financiero es elevado (en torno a un  $45\%$ ), el modesto incremento de su PD hace que este canal de transmisión tenga un impacto reducido en la solvencia de las entidades. En conjunto, el incremento de las PD en el escenario adverso daría lugar a una reducción de la ratio de CET 1 de  $0,14$  pp (desagregándose en  $-0,05$  pp por el aumento de las PD de hipotecas y en  $-0,09$  pp en el resto de carteras).

Gráfico 1  
Evolución del precio de la vivienda

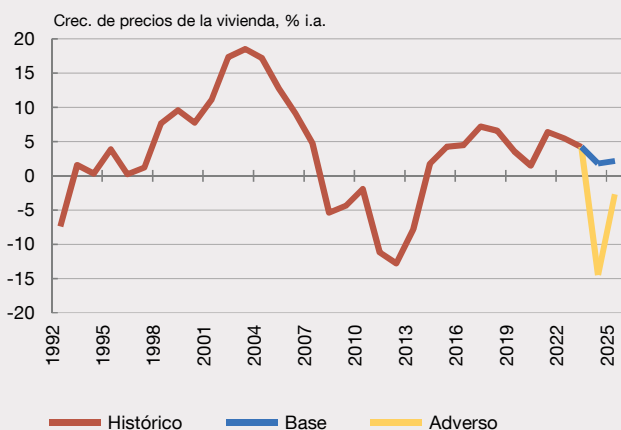
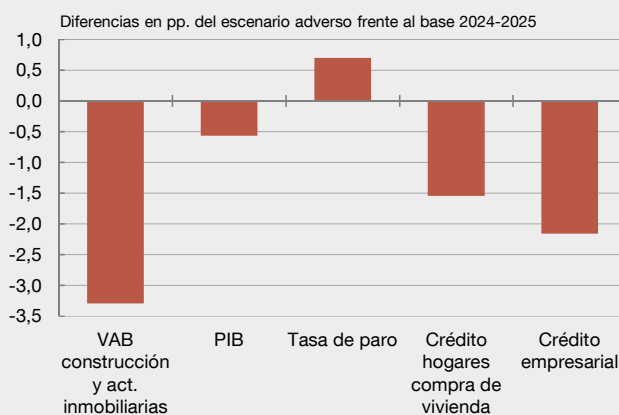


Gráfico 2  
Impacto macroeconómico del escenario adverso (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Como en otros escenarios utilizados para las pruebas de resistencia FLESB, el VAB del sector de la construcción y actividades inmobiliarias y el PIB se consideran en términos reales. Para la tasa de paro, se representan las diferencias base-adverso en el nivel promedio de 2024-2025, mientras que para el resto de variables se muestran las diferencias en las tasas de variación promedio de dichos años.

5 Estos impactos se refieren a la diferencia en las variaciones promedio (2024-2025) del stock de crédito en el escenario adverso frente al escenario base.

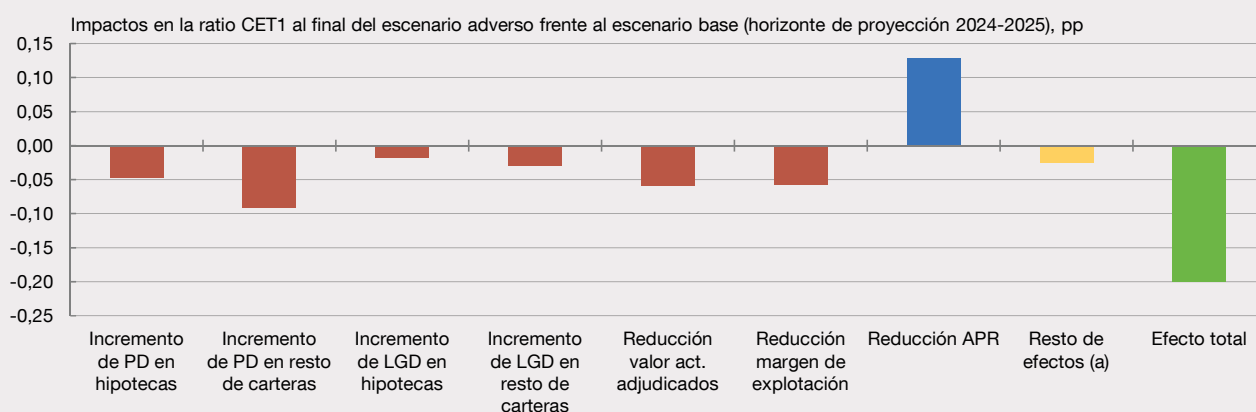
6 Para la comparativa en términos de severidad de los resultados respecto a otros ejercicios realizados con la herramienta FLESB publicados en los Informes de Estabilidad Financiera es necesario precisar que en este ejercicio el horizonte es más reducido, siendo de dos años en lugar de tres.

## ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A PERTURBACIONES DE ORIGEN INMOBILIARIO RESIDENCIAL (cont.)

En segundo lugar, el escenario de correcciones en los precios de la vivienda daría lugar a aumentos en la ratio de pérdida en caso de incumplimiento (LGD, por sus siglas en inglés) de las carteras de préstamos garantizados con bienes inmuebles. Este efecto está directamente vinculado a la reducción en el valor de dichos colaterales, puesto que, en caso de impago, el valor que las entidades podrían recuperar de los inmuebles sería menor. Su impacto en la

solvencia de las entidades también es limitado, estimándose en  $-0,02$  pp en hipotecas y  $-0,03$  pp en el resto de carteras. El factor más relevante que explica la resistencia del sistema bancario español ante este impacto es el hecho de que las ratios del valor del préstamo sobre el valor del colateral (LTV, por sus siglas en inglés) son relativamente reducidas en los saldos vivos de hipotecas (la mediana era aproximadamente el 40 % en diciembre de

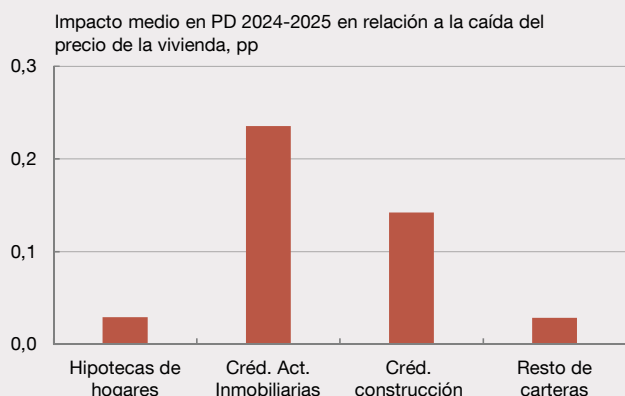
Gráfico 3  
Canales de ajuste de la ratio CET 1



FUENTE: Banco de España.

a El impacto negativo del resto de efectos se debe principalmente al efecto combinado de la interacción de los deterioros de los distintos parámetros de riesgo de crédito.

Gráfico 4  
Efecto del escenario adverso sobre las probabilidades de incumplimiento (a)

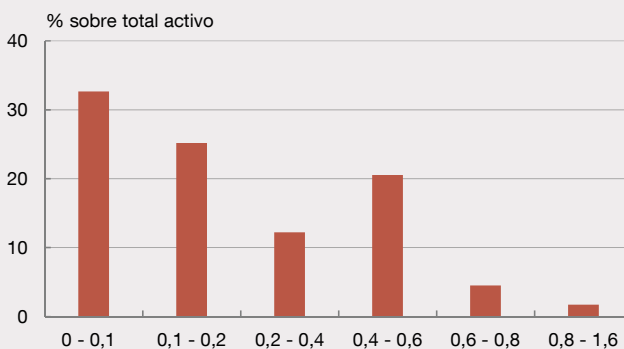


FUENTE: Banco de España.

a Se muestra el incremento medio en PD en 2024-2025 por carteras relativizado por el impacto medio en el precio de la vivienda. La estimación incluye las PD de las carteras de préstamos de las SI y de las LSI. Las PD se estiman para cada banco y cartera, pero se presenta el impacto de la media de cada cartera ponderada por número de acreditados.

b El eje horizontal representa la reducción en puntos porcentuales de la ratio de CET 1 en el escenario adverso frente al base, al final del ejercicio de resistencia, en distintos rangos de impacto ordenados de menor a mayor.

Gráfico 5  
Peso del activo de las entidades con impacto de capital negativo, según reducción de CET1 en el escenario adverso frente al base (b)



**ANÁLISIS DE LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR BANCARIO FRENTE A PERTURBACIONES DE ORIGEN INMOBILIARIO RESIDENCIAL (cont.)**

2023). Lógicamente, los impactos tienden a ser mayores para las hipotecas de más reciente producción, al presentar habitualmente unas ratios LTV más elevadas.

En la misma línea, los activos adjudicados en el balance de las entidades generarían pérdidas por la corrección de su valor. No obstante, estos representan tan solo el 1,2 % de las exposiciones en el foco de los ejercicios de estrés<sup>7</sup>, y el impacto estimado en la ratio de CET 1 de la corrección de su valor en el escenario adverso se limita a -0,06 pp.

Por último, los beneficios de las entidades se ven mermados también por la menor generación de margen de explotación ante una reducción del crédito productivo, focalizada en especial en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias. Esta reducción es consecuencia de una disminución de crédito concedido y un aumento de los impagos, que afecta también a los intereses percibidos, lógicamente. Este canal provoca una disminución de 0,06 pp, sumándose a los efectos negativos anteriores.

Entre los efectos que contribuyen positivamente a la evolución de la ratio de solvencia destaca la reducción de los activos ponderados por riesgo (generando un efecto

de +0,13 pp en la ratio CET1 al final del ejercicio frente al escenario base), debido al menor crédito concedido en el escenario adverso.

Estos canales de impacto afectarían de forma dispar a las entidades, como se muestra en el gráfico 5. Las entidades con un impacto negativo en su ratio CET1 menor de 0,2 pp suman cerca del 60 % del total activo consolidado del sistema, pero existen entidades con impactos más significativos. Este es el caso de entidades con impactos de entre 0,4 pp y 0,6 pp, que representan el 20 % del total activo, y de entidades en la cola de la distribución de impactos, de entre 0,6 y 0,8 pp, con un peso de alrededor del 4,5 % del sistema, y de entre 0,8 pp y 1,6 pp, con un peso del 1,7 %.

En todo caso, este ejercicio de sensibilidad realizado indica que un ajuste significativo en los precios y la inversión en vivienda, de forma aislada a otros *shocks* macrofinancieros, no generaría impactos críticos en la solvencia agregada de las entidades bancarias españolas. La notable heterogeneidad de los efectos entre entidades enfatiza también la importancia de la monitorización individualizada de las exposiciones a riesgos inmobiliarios que complementa este análisis agregado.

---

<sup>7</sup> Estas exposiciones consideran el total de crédito concedido al sector privado en España y las tenencias de activos adjudicados en este país junto con el conjunto de cartera de valores de renta fija en el activo de las entidades.



# 3

## RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL



### 3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

Los indicadores contemporáneos de tensiones financieras se han mantenido en niveles muy reducidos, como consecuencia de las condiciones favorables observadas en los mercados financieros durante los últimos meses. Por otra parte, la brecha de crédito-PIB en España ha continuado en valores negativos, pero su tendencia descendente se ralentizó en el cuarto trimestre de 2023. El resto de los indicadores complementarios empleados en la calibración del colchón de capital anticíclico (CCA) no muestran tampoco señales de alerta. Estos desarrollos son coherentes con la ausencia de desequilibrios cíclicos en el sistema financiero y la economía española. De esta manera, y teniendo también en cuenta un entorno todavía caracterizado por la elevada incertidumbre, se ha mantenido hasta la fecha el porcentaje del CCA en el 0 %.

En el caso del sector inmobiliario, se mantiene la senda contractiva del crédito a la vivienda, y los estándares de concesión en relación con la renta de los prestatarios y el valor de los colaterales se mantienen estables en niveles exigentes desde una perspectiva histórica. No obstante, los datos más recientes apuntan a una moderación de los descensos de este crédito. Además, también se ha mantenido la senda alcista del crecimiento de los precios de la vivienda desde el segundo trimestre de 2023, lo que hace necesario mantener el seguimiento estrecho del sector.

Entre los desarrollos regulatorios y supervisores recientes, destacan los ajustes técnicos a los estándares globales de Basilea III en materia de tratamiento de criptoactivos, riesgo de tipo de interés y divulgación de riesgos climáticos —ámbito este último objeto también de trabajos recientes por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) —. La estrategia de política macroprudencial frente a riesgos climáticos y la evaluación de la orientación general de dicha política fueron en los últimos trimestres dos áreas de trabajo destacadas para la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Por su parte, la Comisión Europea ha retomado los trabajos para la revisión del marco macroprudencial del sector bancario con la publicación de un informe que identifica diversas áreas potenciales de reforma y los próximos pasos previos a una eventual propuesta legislativa.

#### 3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

**Las probabilidades de impago estimadas para las empresas europeas cotizadas descendieron durante el año pasado, pero experimentaron un ligero aumento en su último trimestre.** Esta métrica repuntó en los tres primeros trimestres de 2022, coincidiendo con las tensiones generadas por el inicio de la invasión rusa de Ucrania, y posteriormente mostró una tendencia descendente, que se truncó en el cuarto trimestre de 2023. Este repunte ha venido acompañado de ligeros aumentos en la volatilidad de las cotizaciones, y es mayor

en el sector financiero, el de servicios y la construcción. En cualquier caso, las probabilidades de impago estimadas durante 2022-2023 se sitúan muy por debajo de los niveles alcanzados durante el período inicial de la pandemia de COVID-19 (véase gráfico 3.1.a)<sup>1</sup>.

**La probabilidad de impago estimada para las empresas españolas se sitúa por debajo de la media europea desde finales de 2021.** Este último resultado se debe fundamentalmente a una mejora relativa en las probabilidades de impago de las empresas no financieras españolas, mientras que las entidades financieras nacionales han seguido en promedio una senda más parecida a las del resto de las entidades financieras europeas.

**En los mercados financieros, las tensiones sistémicas han seguido reduciéndose.** El indicador de riesgo sistémico (IRS), que elabora el Banco de España a partir de información de los mercados financieros españoles<sup>2</sup>, experimentó su último repunte significativo en la primavera de 2023, coincidiendo con las turbulencias del sector bancario en Estados Unidos y Suiza. Desde entonces, este indicador ha mantenido una tendencia descendente y se sitúa actualmente en niveles muy reducidos, similares a los anteriores al inicio de la guerra de Ucrania (véase gráfico 3.1.b). Los cuatro segmentos financieros considerados para el cálculo del IRS indican una relajación de las tensiones, ligeramente mayor en el mercado de renta variable.

**El indicador de riesgo sistémico de las entidades bancarias (SRISK)<sup>3</sup> se mantiene en niveles reducidos, principalmente debido a las condiciones favorables en los mercados financieros.** No obstante, existe cierta heterogeneidad por países. Así, pese a que este indicador se sitúa por debajo de los niveles anteriores a la irrupción de la pandemia del COVID-19, su nivel es actualmente mayor para las entidades españolas que para el conjunto de la Unión Europea (UE) (véase gráfico 3.1.c). Además, mientras que la mediana de SRISK para las entidades españolas experimentó un ligero repunte a finales de 2023, el valor análogo para el conjunto de la UE disminuyó en ese período. Esta diferencia se debe en parte a las mayores ratios de valoraciones bursátiles del capital sobre total activo de los bancos del conjunto de la UE con respecto al promedio de los bancos españoles.

**Por el contrario, el indicador de riesgo de liquidez sobre la financiación bancaria se mantiene en niveles elevados.** Este indicador compuesto del Banco de España sintetiza la

---

1 El método utilizado para estimar las probabilidades de impago, descrito en el [recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2021](#), se ha refinado recientemente; con ello se ha conseguido una mejor convergencia en el método numérico empleado. Esta mejora da lugar a unas estimaciones algo menores que las publicadas en el Informe de Estabilidad Financiera de primavera de 2023, lo que afecta principalmente al rango p10-p90 presentado.

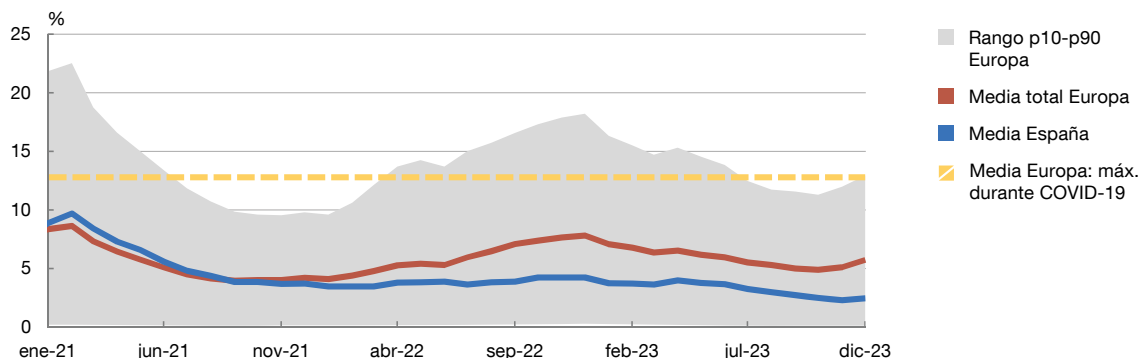
2 Este indicador integra información de los cuatro segmentos más representativos de los mercados financieros españoles (mercado de dinero, deuda pública, renta variable e intermediarios financieros) y está diseñado para que su valor aumente cuando se produzcan tensiones en estos cuatro segmentos simultáneamente. Para una explicación detallada de la metodología de cálculo del IRS, véase el [recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013](#).

3 C. Brownlees y R. Engle (2017) «SRISK: a conditional capital shortfall measure of systemic risk». The Review of Financial Studies, 30, pp 48-79. Este indicador mide el valor de mercado del déficit de capital regulatorio de un banco o del conjunto del sector bancario tras la materialización de una corrección importante en el mercado de renta variable. Constituye así una métrica de riesgo sistémico, pues un coste elevado para el sector bancario para cerrar su déficit de capital podría distorsionar la función de intermediación financiera.

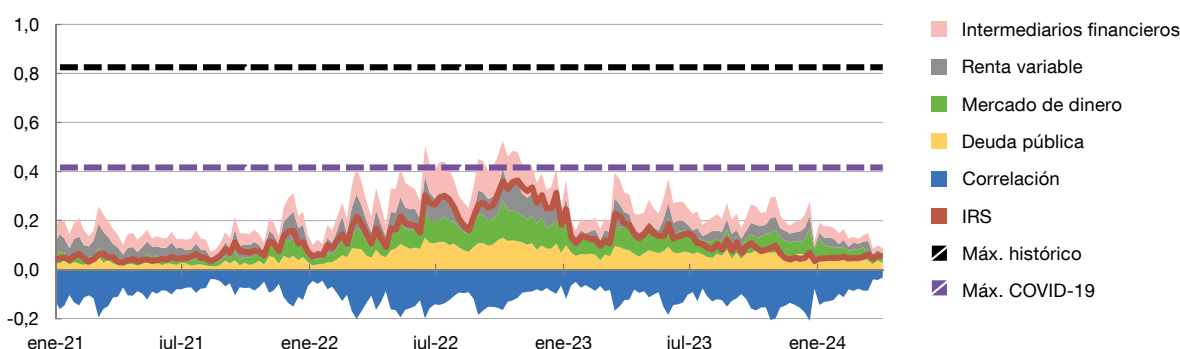
Gráfico 3.1

## Las valoraciones de riesgos sistémicos en los mercados financieros se encuentran en niveles muy reducidos

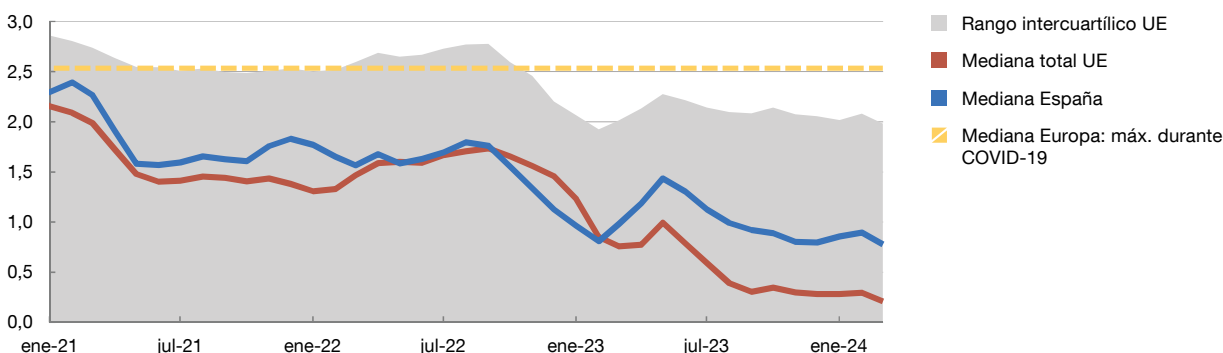
### 3.1.a Distribución de probabilidades implícitas de impago de las empresas europeas cotizadas. Rango de percentiles, media europea y española (a)



### 3.1.b Indicador de riesgo sistémico (b)



### 3.1.c Distribución del indicador SRISK de riesgo sistémico (c)



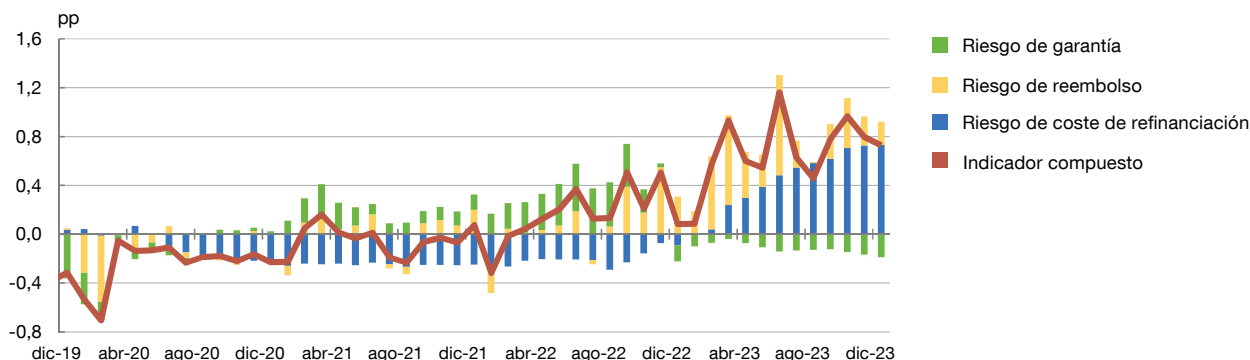
FUENTES: Datastream, Instituto Nacional de Estadística, OCDE, S&P Capital IQ y Banco de España.

- a La estimación de la probabilidad de impago se realiza con base en el modelo de valoración de Merton; véase el [recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2021](#). Se han considerado las empresas que forman parte del índice europeo EURO STOXX 600 a diciembre de 2023. La muestra corresponde a un total de 513 empresas (24 de ellas españolas) con información disponible necesaria para los cálculos del ejercicio. Las series se han suavizado aplicando una media móvil de tres meses. El percentil 90 de las empresas europeas alcanzó un valor máximo del 38 % durante la pandemia de COVID-19. Datos actualizados a 31 de diciembre de 2023.
- b El IRS agrega 12 indicadores individuales de estrés (volatilidades, diferenciales de tipos de interés, pérdidas históricas máximas, entre otros) de cuatro segmentos del sistema financiero español. Para el cálculo del IRS se tiene en cuenta el efecto de las correlaciones cruzadas, de modo que el IRS es mayor cuando la correlación entre los mercados es alta y reduce su valor cuando la correlación es más baja o negativa. Para una explicación detallada de este indicador, véase el [recuadro 1.1 del IEF de mayo de 2013](#). La línea punteada negra representa el máximo histórico del IRS (desde enero de 2000). La línea punteada morada representa el máximo del IRS desde la crisis del COVID-19. Datos actualizados a 3 de abril de 2024.
- c El indicador SRISK está expresado como porcentaje de los activos totales de cada entidad. Los parámetros utilizados son el 4,5 % para los requerimientos de capital, el 10 % para la caída del índice europeo de renta variable y 22 días laborables para el período en el que se produce la hipotética caída del mercado; véase C. Broto, L. Fernández Lafuerza y M. Melnychuk. (2022). ["Do buffer requirements for European systemically important banks make them less systemic?"](#). Documentos de Trabajo, Banco de España, 2243 para más detalles. El índice SRISK para los meses del primer trimestre de 2024 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del cuarto trimestre de 2023 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. El rango intercuartílico se define como la diferencia entre los percentiles del 75 % y del 25 % de la distribución del SRISK de los bancos de la UE. La línea punteada representa el máximo de SRISK desde la crisis del COVID-19. Datos actualizados a 31 de marzo de 2024.

Gráfico 3.2

### El riesgo de liquidez de la financiación bancaria sigue tensionado por el aumento del coste de refinanciación de las operaciones a corto plazo

#### 3.2.a Indicador compuesto de liquidez de financiación (a)



FUENTE: Banco de España.

a El índice de liquidez de financiación se basa en 13 indicadores agrupados en tres dimensiones: 1) riesgos relativos a la cantidad de garantías disponibles para respaldar una operación, su valor y los márgenes exigidos (ratio de activos con cargas, reutilización de colaterales); 2) riesgo de reembolso (variación mensual de los tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares, LCR), y 3) riesgo vinculado al coste de refinanciación (nivel de los tipos de interés de los depósitos a empresas y hogares, porcentaje de financiación de mercado, diferencial euribor-OIS). El índice compuesto mide el número de desviaciones estándar con respecto a la media de los indicadores que componen cada una de las dimensiones (todas las dimensiones tienen el mismo peso). Mayores niveles del indicador compuesto representan menor liquidez. El gráfico también muestra la contribución de cada una de las dimensiones al indicador compuesto. Datos disponibles hasta diciembre de 2023.

información de tres dimensiones de riesgo relevantes: valor y disponibilidad de las garantías, volumen de reembolsos y coste de refinanciación<sup>4</sup>. Los datos indican que el coste de la renovación de la financiación a corto plazo es la dimensión que más ha contribuido al deterioro desde comienzos de 2023, por ser la más directamente afectada por el efecto de la subida de los tipos de interés (véase gráfico 3.2). De confirmarse las expectativas de bajadas de tipos de interés, sería esperable una relajación mayor de este indicador. Por otro lado, el riesgo de reembolso (en particular de los depósitos) fue el determinante principal de los repentes sufridos por el indicador durante la primera mitad del año pasado, pero se mantuvo en un nivel menor con posterioridad.

**La brecha de crédito-PIB ralentizó su tendencia descendente en el cuarto trimestre de 2023.** Esta evolución se debió tanto a la moderación del crecimiento del PIB a lo largo de 2023, como a la continuada corrección a la baja de la tendencia estadística que estima el nivel de equilibrio de la ratio de crédito-PIB<sup>5</sup>. Esta brecha se encuentra en terreno negativo, lejos del umbral de referencia de 2 pp, a partir del cual se considera que pueden existir desequilibrios en el ciclo de crédito (véase gráfico 3.3). Por su parte, la brecha de producción, que mide la

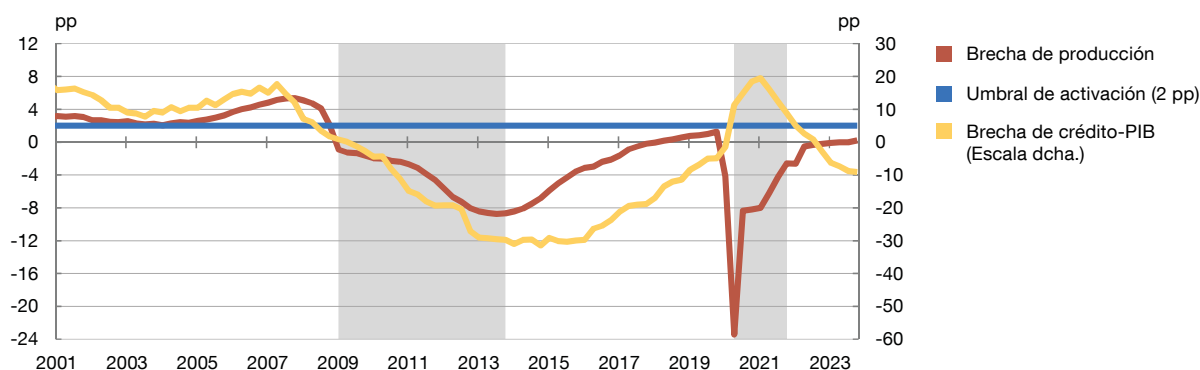
4 El riesgo de garantía se refiere al riesgo de que el valor de las garantías cambie y, por tanto, lo hagan los márgenes y los recortes de valoración en las operaciones de financiación con garantía; el riesgo de reembolso se refiere al riesgo de una retirada de depósitos; y el riesgo de refinanciación se refiere al riesgo de que la renovación de contratos de financiación a corto plazo se haga más costosa.

5 La estimación de la tendencia se corresponde con el promedio móvil de la ratio crédito-PIB de los últimos diez años, por lo que su actualización trimestral supone incluir datos que son muy inferiores al promedio de estos diez años, debido al proceso de desapalancamiento tan intenso que se ha observado en España tras la crisis financiera global.

Gráfico 3.3

**La brecha de crédito-PIB ha ralentizado su tendencia descendente, mientras que la brecha de producción se consolida en valores alrededor del equilibrio**

3.3.a Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a 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. Datos disponibles hasta diciembre de 2023. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis económica provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

distancia entre el nivel de actividad observado y su potencial, se encuentra oscilando en valores muy próximos al equilibrio. Así, tomó valores positivos en diciembre de 2023, después de situarse en valores marginalmente negativos a lo largo de todo el año.

**Los indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial tampoco muestran señales de desequilibrio<sup>6</sup>.** Se observa una relajación prácticamente generalizada en los indicadores de desequilibrio sectoriales, gracias a la evolución favorable de la renta de los hogares y del valor añadido bruto (VAB) de las ramas de actividad. Persiste el aumento de la intensidad del crédito al consumo de los hogares, aunque a un menor ritmo que en trimestres anteriores.

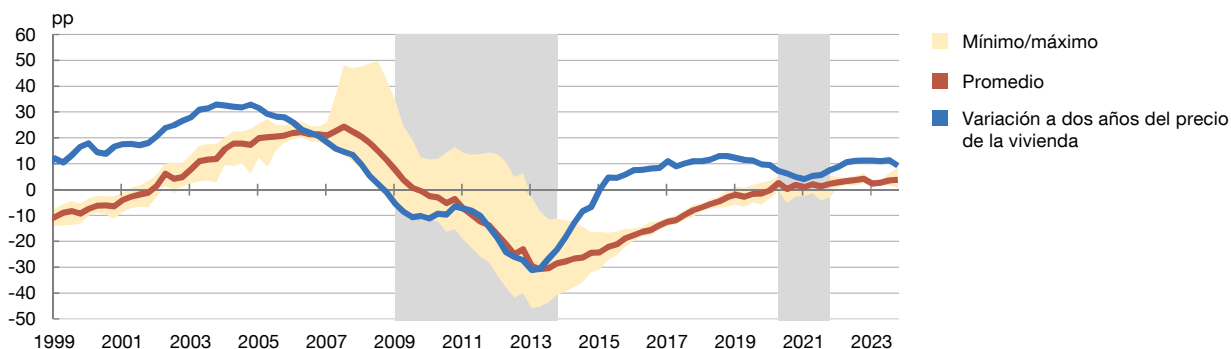
**Los indicadores de desequilibrio en los precios de la vivienda han mostrado un repunte en la segunda mitad de 2023, debido principalmente al aumento de los precios (véase gráfico 3.4.a).** No obstante, el aumento de las rentas ha prevenido un mayor crecimiento de estos indicadores. De hecho, el buen comportamiento de estas ha permitido que las ratios de precios e importe mediano de las hipotecas sobre renta per cápita se hayan reducido en

6 Para una descripción detallada de los indicadores empleados para el seguimiento de los ciclos de crédito sectoriales véase C. Broto, E. Cáceres y M. Melnychuk (2022) «Indicadores sectoriales para la aplicación de las nuevas herramientas macroprudenciales del Banco de España», *Revista de Estabilidad Financiera – Banco de España*, 42, así como el recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2022.

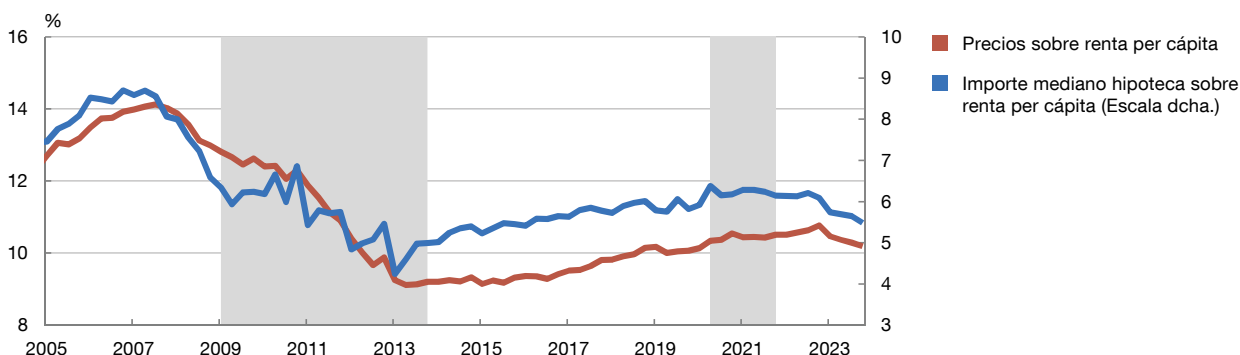
Gráfico 3.4

**Los indicadores de desequilibrio en los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2023, a pesar de estar contenidos por el crecimiento de la renta per cápita**

### 3.4.a Indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda (a) (b)



### 3.4.b Precio de la vivienda e importe de las hipotecas sobre renta per cápita (a) (c)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis económica provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a diciembre de 2023.
- b El área sombreada en amarillo representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Los indicadores son: i) brecha de precios de la vivienda en términos reales; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares; iii) modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) que estima los precios de la vivienda en función de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de hogares y de los tipos de interés de hipotecas, y iv) modelo de corrección del error que estima los precios de la vivienda en función del ingreso disponible de hogares, tipos de interés de hipotecas y efectos fiscales. 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 Para el precio de la vivienda, se toma el precio por metro cuadrado de superficie en el trimestre vigente. Todas las magnitudes están expresadas en términos reales. La definición de renta per cápita corresponde a la de renta disponible.

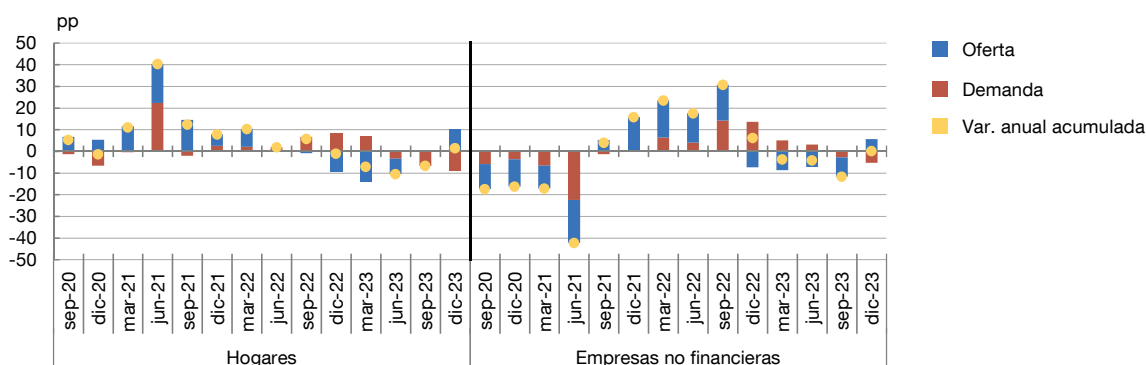
2023, lo que ha interrumpido su tendencia creciente previa (véase gráfico 3.4.b). En cualquier caso, será necesaria una vigilancia cuidadosa de la evolución relativa de precios de la vivienda y renta de los hogares en los próximos trimestres.

**En el contexto de incremento de los tipos de interés, es relevante también el análisis granular de la situación financiera de las empresas en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias.** El conjunto de estas empresas, cuya importancia sistémica se ha reducido de forma notable desde la crisis financiera global, muestra resiliencia financiera ante cierto grado de perturbaciones adversas sobre los tipos de interés o su capacidad de generar

Gráfico 3.5

**El crédito nuevo a empresas no financieras y hogares se estabilizó a finales de 2023, con los factores de oferta y demanda operando en sentidos opuestos**

### 3.5.a Descomposición macroeconómica por factores de oferta y demanda del crédito nuevo a hogares y empresas no financieras (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Variación interanual acumulada. Efectos de oferta y de demanda estimados con un modelo SVAR, se utilizan datos de volúmenes y diferenciales de tipos (tipo de préstamo frente a tipo de depósito), de las nuevas operaciones de crédito de los Estados de la UEM. El modelo se estima mediante inferencia bayesiana utilizando un algoritmo de muestreo de Gibbs y Minnesota Priors, utilizando 5.000 extracciones de la cadena MCMC (*Monte Carlo Markov Chain*) de un total de 50.000 iteraciones.

beneficios brutos. Sin embargo, existe una cierta proporción de ellas en una situación de mayor vulnerabilidad (véase recuadro 3.1).

**Los factores positivos de oferta contribuyeron a la estabilización del crecimiento del crédito nuevo a hogares y empresas no financieras en el último trimestre de 2023, dejando atrás la tendencia negativa observada durante los tres primeros trimestres del año.** Según los modelos econométricos desarrollados por el Banco de España para descomponer el crecimiento del crédito en factores de oferta y demanda, estos operaron durante el último trimestre de 2023 en sentidos opuestos (véase gráfico 3.5)<sup>7</sup>. Así, en contraste con trimestres previos, los factores de oferta han tenido un efecto positivo sobre el crédito nuevo tanto a empresas no financieras como a hogares, como refleja la disminución de los diferenciales entre los tipos de interés de préstamos y depósitos en los últimos trimestres. Por su parte, los factores de demanda han seguido contribuyendo negativamente, debido al alto nivel de los tipos de interés. Las tendencias en estos resultados están alineadas en buena medida con las observadas en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) durante el cuarto trimestre de 2023, la cual reporta que los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos han moderado el endurecimiento observado durante los trimestres anteriores, mientras que la demanda, especialmente por parte de los hogares, continúa contrayéndose<sup>8</sup>.

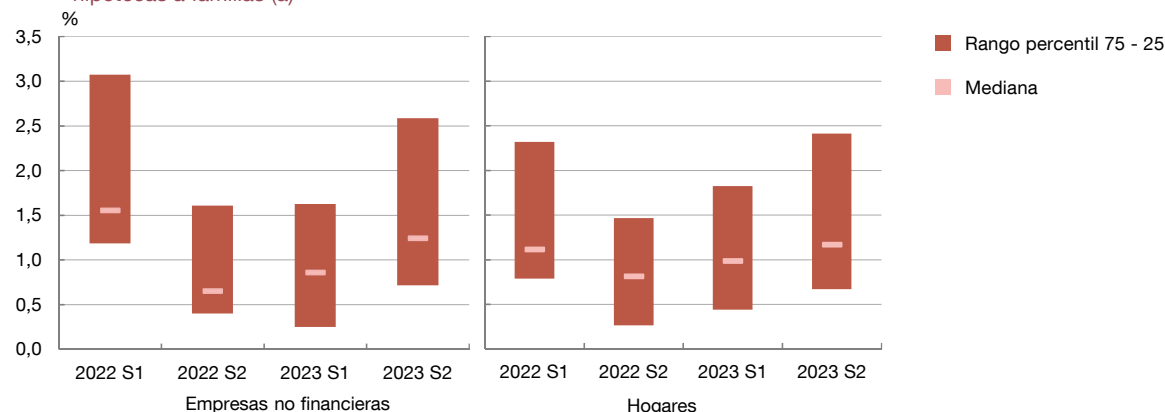
<sup>7</sup> Recuadro 3.1 del IEF del Banco de España de otoño de 2023.

<sup>8</sup> Nota de prensa del Banco de España sobre los resultados de la EPB del cuarto trimestre de 2023, Banco de España, del 23 de enero de 2024.

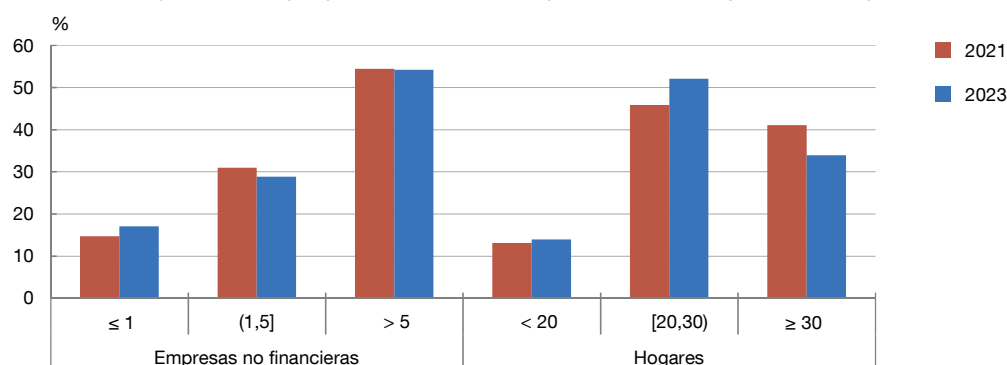
Gráfico 3.6

**Los diferenciales con respecto a los tipos de referencia han aumentado en los préstamos a empresas no financieras y, de forma más moderada, en las hipotecas a hogares, mientras que los plazos de concesión de crédito se reducen ligeramente**

### 3.6.a Distribución por entidades del diferencial de tipos de interés para el nuevo crédito a sociedades no financieras y las nuevas hipotecas a familias (a)



### 3.6.b Porcentaje de crédito por plazo de concesión. Hipotecas a familias y crédito a empresas no financieras (b)



FUENTES: Banco de España.

- a Se muestra el rango intercuartílico (diferencia percentil 75 y percentil 25) y el valor de la mediana del diferencial medio del tipo de interés (ponderado por el importe de crédito concedido) aplicado por las entidades de depósito sobre la curva swap IRS, para las nuevas hipotecas y los nuevos préstamos a sociedades no financieras concedidos en el semestre indicado. Para familias, el diferencial se calcula sobre la base de 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 de las hipotecas en el punto medio de cada intervalo. 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, el tipo IRS a veinticinco años, que se corresponde con el plazo medio de las nuevas hipotecas con un plazo de más de diez años. Para empresas no financieras, el diferencial se calcula sobre la base de préstamos nuevos en seis intervalos de plazo (variable y hasta tres meses de fijación del tipo inicial, entre tres meses y un año de fijación, entre uno y tres años, entre tres y cinco años, entre cinco y diez años, y más de diez años de fijación). Cada intervalo se compara con el tipo IRS en el punto medio de cada intervalo. 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, el tipo IRS a veinticinco años.
- b Plazo en el origen medido en años. Para hogares se consideran nuevas operaciones, y para empresas no financieras, préstamos vivos.

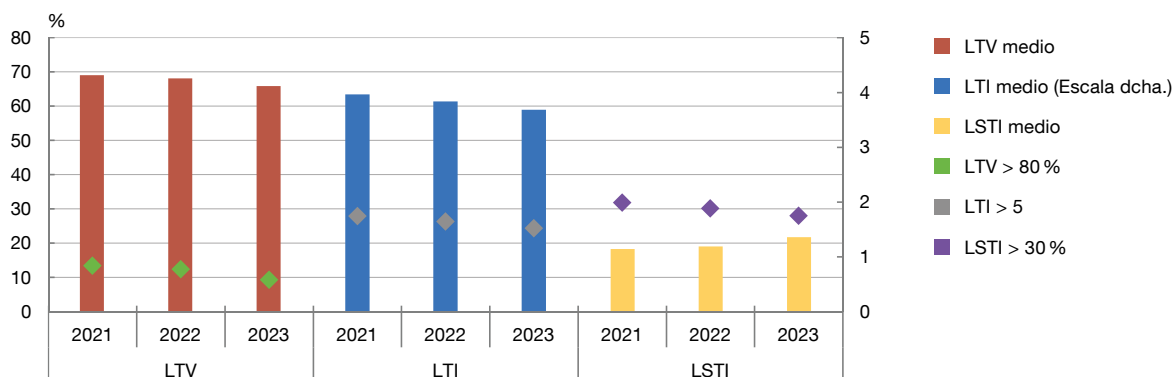
**La compresión de los diferenciales<sup>9</sup> de tipos de interés se ha reducido en los nuevos préstamos a empresas no financieras y, de forma más moderada, en las nuevas hipotecas concedidas a hogares (véase gráfico 3.6.a).** En lo que respecta a los nuevos préstamos a empresas no financieras, se observa un repunte de los diferenciales durante todo 2023, tras una caída en 2022. Por su parte, los diferenciales en los nuevos préstamos hipotecarios a familias aumentaron ligeramente durante la primera mitad de 2023 y aumentaron también en la

9 Los diferenciales son calculados con respecto a los tipos de interés de referencia IRS de acuerdo con su plazo.

Gráfico 3.7

**Continúa la reducción del apalancamiento en las nuevas hipotecas, aunque su carga financiera aumenta en promedio por las subidas de los tipos de interés**

### 3.7.a Estándares de concesión del nuevo crédito hipotecario a los hogares (a) (b) (c)



FUENTES: Banco de España y Colegio de Registradores.

- a La ratio *loan-to-value* (acrónimo de LTV) es el cociente entre el importe del principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios de la ratio LTV están ponderados por el importe del principal de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas.
- b Se estima el valor de la ratio LTI (acrónimo de *loan-to-income*) para cada hipoteca como el cociente entre el importe de la hipoteca al inicio de la operación sobre la renta bruta media anual por hogar en el código postal del residente de menor edad de la hipoteca. Se estima el valor de la ratio LSTI (acrónimo de *loan-service-to-income*) para cada hipoteca como el cociente entre el importe de las cuotas hipotecarias durante los próximos 12 meses sobre la renta bruta media anual por hogar en el código postal en el que reside el titular de menor edad de la hipoteca.
- a Los valores medios de las ratios LTI y LSTI se calculan como las medias ponderadas del valor de dichas ratios en cada operación por el peso relativo (en términos de importe de principal) que tienen en el total de la cartera hipotecaria para la que se dispone de la información necesaria para calcular dicha ratio.

segunda mitad del año. En el último trimestre de 2023 el nuevo crédito hipotecario a tipo fijo ha disminuido en términos interanuales 11,5 pp su peso relativo sobre el volumen total de nuevo crédito hipotecario. Concretamente, el 54,7 % del volumen de nuevo crédito hipotecario fue concedido a tipo fijo en el último trimestre de 2023, frente al 66,2 % en el último trimestre de 2022.

**Los plazos de concesión de crédito de las nuevas hipotecas a hogares y de los préstamos a empresas no financieras se han reducido ligeramente (véase gráfico 3.6.b).** En el caso del crédito hipotecario concedido en 2023, se ha reducido el peso relativo respecto a 2022 del crédito con plazos superiores a los 30 años, mientras que ha aumentado principalmente el de plazos entre 20 y 30 años. Para las empresas no financieras, se observa un mayor peso en los préstamos con plazo igual o inferior a un año, y una reducción en los plazos entre uno y cinco años, mientras que el peso de las operaciones con plazo superior a cinco años apenas ha variado.

**El apalancamiento de las nuevas operaciones hipotecarias se redujo moderadamente en 2023.** El valor medio de la ratio LTV —*loan-to-value* (valor de la garantía sobre el importe del préstamo)— ha presentado un descenso interanual de 2,3 pp para las nuevas hipotecas a hogares formalizadas en 2023, hasta alcanzar el 65,8 % al final del año. Asimismo, el peso relativo del crédito hipotecario nuevo con valores de la LTV por encima del 80 % fue del 9,3 % en 2023, algo inferior al de los dos años anteriores (véase gráfico 3.7). La proporción de compraventas de viviendas con recurso al crédito hipotecario se situó en el 44,7 % en diciembre de 2023, por encima del porcentaje del 43,3 % de junio de 2023, pero todavía por debajo del 46,1 % observado al final de 2022.

**Se observa también una relación estable entre el importe de las nuevas hipotecas y la renta de los hogares, pero aumenta su carga financiera.** Así, la ratio LTI (*loan-to-income*) permanece casi sin variación con respecto a los años anteriores. Por su parte, la carga financiera medida por la ratio LSTI (*loan-service-to-income*) continuó aumentando en 2023 hasta alcanzar un valor medio de 21,7 %, como consecuencia de las subidas de los tipos de interés. No obstante, el porcentaje de nuevas hipotecas que tienen valores de esta ratio por encima del 30 % se ha reducido ligeramente con respecto a los dos años previos<sup>10</sup>. La ratio LSTI podría empezar a reducirse en los próximos trimestres, dadas tanto la evolución reciente como la tendencia esperada del euríbor, indicador de referencia en el grueso de las hipotecas a tipo variable.

**Ante un nivel de incertidumbre a corto plazo todavía elevado y una posición moderada del ciclo de crédito en España, el Banco de España ha decidido mantener el requerimiento del CCA en el 0 %.** Como se ha discutido en el resumen, aunque los riesgos al alza para la inflación se han reducido, los riesgos geopolíticos se mantienen elevados. Adicionalmente, es posible una corrección abrupta de los mercados financieros y los riesgos para el crecimiento económico se orientan todavía a la baja. El mantenimiento del CCA en el 0 % refleja este actual entorno de incertidumbre y la ausencia de señales de acumulación de nuevos desequilibrios crediticios en España. La consolidación de la reducción de la inflación y de las tendencias favorables de la actividad económica y de la rentabilidad bancaria, que se mostraron resilientes al entorno de riesgos geopolíticos elevado en 2022 y 2023, podrían contribuir a reducir la incertidumbre económica en los próximos trimestres.

**El ritmo de incrementos de los colchones macroprudenciales en otros países europeos se ha ralentizado desde la publicación del último IEF.** Letonia ha anunciado la activación del CCA en el 1 % y Eslovenia ha comunicado su decisión de incrementar su CCA (del 0,5 % al 1 %), con efecto en enero de 2025<sup>11</sup>. Adicionalmente, algunas autoridades mantienen activado el colchón contra riesgos sistémicos (CRS), en muchos casos en su versión sectorial para afrontar vulnerabilidades relacionadas específicamente con el mercado inmobiliario. En particular, Portugal anunció recientemente la activación de un CRS sectorial, aplicable a las exposiciones minoristas de personas físicas garantizadas por inmuebles residenciales situados en ese país. Adicionalmente, en Italia se ha sometido a consulta pública una propuesta de establecimiento de un CRS sectorial del 1 % sobre las exposiciones crediticias domésticas, con el objetivo de mejorar la capacidad de su sector bancario de absorber perturbaciones sistémicas a la vez que continúa proporcionando financiación a la economía<sup>12</sup>.

---

10 Las rentas de los acreditados que se han utilizado en el cálculo de los ratios LTI y LSTI se estiman de forma aproximada a través de las rentas medias de los hogares del código postal de cada acreditado. Por tanto, los ratios efectivos de LTI y LSTI pueden desviarse del valor estimado en la medida en que las rentas de los acreditados pueden diferir de los valores promedio de sus entornos geográficos.

11 Para compensar el aumento de requerimientos de capital liberable a través de un mayor porcentaje del CCA, el Banco de Eslovenia ha recalibrado a la baja, del 1 % al 0,5 %, el CRS sectorial en ese país sobre exposiciones minoristas garantizadas por inmuebles residenciales.

12 Véase la [nota de prensa](#) del Banca d'Italia, del 8 de marzo de 2024 (en inglés).

En diciembre de 2023, el Banco de España anunció la designación del Banco Santander, SA, como entidad de importancia sistémica mundial (EISM) en 2025<sup>13</sup>. La identificación, un año más, de esta entidad como EISM lleva aparejado el mantenimiento del requerimiento de un colchón macroprudencial de capital del 1 % CET1<sup>14</sup>. Para esta entidad, el colchón de capital efectivo exigible en 2025 como entidad de importancia sistémica será, de conformidad con la regulación vigente, el mayor entre: i) el citado colchón EISM y ii) el colchón de otras entidades de importancia sistémica (OEIS) que determine el Banco de España durante 2024.

Por último, cabe señalar que la JERS publicó su tercer informe<sup>15</sup> sobre la orientación de la política macroprudencial. La evaluación de la orientación macroprudencial es un marco conceptual para comparar los riesgos sistémicos con las medidas adoptadas para abordarlos. Para ello, la JERS propone dos enfoques complementarios basados en:

- i) la noción del crecimiento en riesgo (*growth at risk*), que se basa en el impacto de la política macroprudencial en las previsiones sobre el crecimiento económico futuro tanto en situaciones de normalidad como en recesiones; y
- ii) el uso de indicadores, sobre riesgos, resiliencia y políticas (por ejemplo, sobre precios de la vivienda y capitalización de las entidades de crédito).

El objetivo de estas evaluaciones es poder determinar si el sistema financiero tiene suficiente capacidad de resiliencia, y si la orientación de la política macroprudencial de un país es neutral, laxa o estricta en relación con los riesgos que pretende abordar.

## 3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

### 3.2.1 Desafíos estructurales: cambio climático y cryptoactivos

La EBA ha recomendado mejoras específicas en el marco de requerimientos prudenciales para capturar los riesgos medioambientales y sociales. En su informe del pasado octubre<sup>16</sup>, la EBA evalúa el modo en que el marco prudencial vigente captura este tipo de riesgos y plantea una serie de mejoras con el objetivo de apoyar la transición hacia una economía más sostenible, preservando la solidez del sector bancario.

13 Véase la nota de prensa «El Banco de España designa una Entidad de Importancia Sistémica Mundial y establece su colchón de capital macroprudencial para 2025», de 14 de diciembre de 2023.

14 Esta medida del Banco de España es una actuación macroprudencial prevista en la normativa vigente de la UE y en la española con la que se formaliza la designación previa de esta entidad como banco de importancia sistémica global (G-SIB, por sus siglas inglés) por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Véase 2023 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs), comunicado del FSB del 27 de noviembre de 2023.

15 Véase la nota de prensa de la JERS *La JERS mejora su marco de orientación macroprudencial*, del 12 de enero de 2024.

16 Véase la nota de prensa de la EBA *The EBA recommends enhancements to the Pillar 1 framework to capture environmental and social risks*, del 12 de octubre de 2023.



### Cambio climático

La EBA, a escala de la UE, y el BCBS, a escala global, han avanzado en el desarrollo de requisitos de divulgación sobre los riesgos climáticos para el sector bancario. La JERS ha completado un primer análisis del posible uso de la política macroprudencial en este ámbito



### Criptoactivos

El BCBS ha revisado su estándar prudencial global sobre criptoactivos para acomodar un tratamiento diferenciado para los *stablecoins*.

El FSB está analizando los riesgos que presentan los intermediarios multifunción de criptoactivos



### Revisión del marco macroprudencial en la UE

La Comisión Europea ha publicado un informe sobre la revisión del marco macroprudencial del sector bancario en la UE en el que se recogen diversos objetivos y cuestiones identificadas que guiarán una eventual propuesta legislativa de modificación de la CRR/CRD.



### Normativa en EEUU

Las autoridades federales con responsabilidad de supervisión bancaria continúan trabajando en la implementación de las reformas pendientes de Basilea III y en la revisión regulatoria vinculada a las turbulencias de primavera de 2023. Los cambios normativos sujetos a consulta pública el año pasado implicarían un endurecimiento de los requerimientos actualmente aplicables

Para ello, se formulan recomendaciones sobre acciones que se tomarán durante los próximos tres años como parte de la implementación de las últimas revisiones del Reglamento y de la Directiva de Requerimientos de Capital (CRR III / CRD VI), que, entre otros cambios, depararán:

- a) la inclusión de los riesgos medioambientales en los ejercicios de pruebas de resistencia;
- b) el uso de factores medioambientales y sociales en las evaluaciones externas realizadas por las agencias de calificación crediticia y en los requisitos de diligencia debida y valoración de garantías de bienes inmuebles;

- c) la exigencia de que las entidades identifiquen si los factores medioambientales y sociales constituyen desencadenantes de pérdidas por riesgo operacional, y
- d) el progresivo desarrollo de métricas de riesgo de concentración relacionadas con el medioambiente en los informes de supervisión.

En el documento de la EBA también se plantean posibles mejoras a medio plazo, que se considerarán en coordinación con los desarrollos internacionales en la materia:

- i) el posible uso de análisis de escenarios de riesgos medioambientales para hacer más prospectivo el marco prudencial;
- ii) el papel de los planes de transición en futuras revisiones del marco de Pilar 1;
- iii) la revisión de la fórmula supervisora basada en calificaciones internas y del método estándar de riesgo de crédito para reflejar de manera más adecuada los elementos del riesgo medioambiental; y
- iv) la introducción de métricas de riesgo de concentración relacionadas con el medioambiente en el marco de Pilar 1.

**Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) y la JERS publicaron un informe conjunto<sup>17</sup> sobre el impacto del cambio climático en el sistema financiero de la UE.** Ambos organismos destacan que la exposición de las entidades de crédito a empresas y hogares con niveles elevados de emisiones es significativa y que los riesgos climáticos futuros están infravalorados e infraasegurados. En este contexto, el informe: i) recopila información sobre los indicadores de estabilidad financiera más relevantes (entre ellos, proyecciones de eventos climatológicos extremos, como inundaciones, incendios o sequías); ii) reconoce el alcance macroprudencial del riesgo climático y propone una estrategia macroprudencial para abordarlo de manera complementaria a otras iniciativas microprudenciales, y iii) amplía el foco de atención de los riesgos relacionados con el clima a los riesgos más generales relacionados con la naturaleza<sup>18</sup>.

**Este informe del BCE y la JERS identifica un conjunto de instrumentos macroprudenciales de potencial aplicación sobre los riesgos climáticos y también la necesidad de analizar sus costes y beneficios.** En particular, se apunta a instrumentos ya existentes en la normativa bancaria de la UE —como el CRS— o en la legislación financiera nacional de la mayoría de los Estados miembros de la UE —como las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios—.

<sup>17</sup> Véase la nota de prensa del BCE *Un informe conjunto del BCE y la JERS señala que las entidades de crédito y las empresas de seguros deben desempeñar un papel clave en la reducción de los riesgos climáticos para la estabilidad financiera*, del 18 de diciembre de 2023.

<sup>18</sup> Como se define en el informe, el término «naturaleza» se utiliza para referirse tanto a la biodiversidad como al clima.

**La EBA hizo públicas también las plantillas<sup>19</sup> finales que se utilizarán para recopilar datos climáticos de las entidades bancarias en la UE.** La información recogida se empleará para el análisis de escenarios que tiene que realizar la EBA —en coordinación con el resto de las autoridades de supervisión europeas, el BCE y la JERS— en el marco del paquete de medidas «Objetivo 55» impulsado por la Comisión Europea<sup>20</sup>. Esta iniciativa tiene por objetivo valorar la capacidad del sistema financiero para apoyar la transición hacia una economía baja en carbono. Entre los usos de los nuevos datos destacan el de la evaluación del riesgo de concentración de grandes exposiciones climáticas y el de los mecanismos de amplificación y efectos de segunda ronda ante la materialización de riesgos climáticos.

**A escala internacional, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) sometió a consulta pública una propuesta para incorporar los riesgos financieros relacionados con el clima en el marco de Pilar 3 (divulgación).** Esta consulta<sup>21</sup> forma parte de los trabajos del BCBS en los tres pilares para abordar los riesgos financieros relacionados con el clima en el sistema bancario mundial, en el ámbito de la regulación y la supervisión prudenciales<sup>22</sup>. El BCBS reconoce que la calidad, la comparabilidad y la fiabilidad de los datos relacionados con el clima aún están evolucionando y espera que los nuevos requisitos de Pilar 3 aceleren la disponibilidad de dicha información, facilitando así las evaluaciones prospectivas de riesgos en este ámbito.

**Adicionalmente, el BCBS ha analizado el uso de los escenarios climáticos por parte de las entidades y de los supervisores.** Este tema se trató en una reunión del Comité de Basilea celebrada en Madrid<sup>23</sup> los días 28 y 29 de febrero, en la que también se trataron otros asuntos, como los siguientes: i) los riesgos y las vulnerabilidades del sistema bancario; ii) la revisión de los Principios Básicos de Basilea para la supervisión; iii) ajustes técnicos al marco de evaluación de G-SIB<sup>24</sup>, y iv) el estado general de implementación de las reformas de Basilea III.

**El FSB publicó un informe sobre los riesgos de los intermediarios multifunción de criptoactivos (MCI, por sus siglas en inglés).** El documento<sup>25</sup> del FSB estudia, en particular, las implicaciones para la estabilidad financiera que presentan los MCI, que son aquellas

19 Véase el comunicado de la EBA *The EBA publishes final templates to collect climate-related data from EU banks*, del 17 de noviembre de 2023.

20 El marco *Fit-for-55* recibe este nombre de su objetivo de reducir las emisiones netas de gases de efecto invernadero en al menos un 55 % en 2030 con respecto a los valores de 1990.

21 Véase la nota de prensa del BCBS *Basel Committee consults on a disclosure framework for climate-related financial risk*, del 29 de noviembre de 2023.

22 En 2021, el BCBS publicó dos informes analíticos: *Climate-related risk drivers and their transmission channels* y *Climate-related financial risks – measurement methodologies*.

23 Véase la nota de prensa del BCBS *Basel Committee agrees to revisions to Basel Core Principles, consults on addressing window-dressing in the G-SIB framework and reaffirms expectation about Basel III implementation*, del 29 de febrero.

24 Para evitar sesgos arbitrarios en los datos proporcionados por las entidades, el BCBS ha propuesto recabar con mayor frecuencia determinada información necesaria para el cálculo de indicadores de importancia sistémica. Véase la nota de prensa *Basel Committee consults on measures to address window-dressing in the G-SIB framework*, del 7 de marzo de 2024.

25 Véase el informe del FSB *The Financial Stability Implications of Multifunction Crypto-asset Intermediaries*, del 28 de noviembre de 2023.

empresas que prestan múltiples productos, servicios y funciones relacionados con criptoactivos, que se estructuran en torno a una plataforma de negociación. Las vulnerabilidades identificadas para los MCI son similares a las de las finanzas tradicionales, pero pueden verse amplificadas, entre otros factores, por la falta de controles efectivos e inadecuados marcos de gestión de riesgos y de gobernanza o por la existencia de conflictos de intereses. El FSB resalta de cara al futuro la necesidad de mejorar la cooperación transfronteriza entre autoridades y de hacer frente a la escasez de información disponible.

**En paralelo, el BCBS tramitó una consulta pública<sup>26</sup> sobre cambios en los estándares prudenciales para el tratamiento de los criptoactivos.** En diciembre de 2022, el BCBS había publicado su primer estándar sobre el tratamiento de las exposiciones bancarias a criptoactivos y su encaje en el marco de Basilea III. Debido a la rápida evolución del mercado, y teniendo en cuenta los trabajos internos del BCBS durante 2023, este comité propone discriminar entre distintos tipos de stablecoins<sup>27</sup>. En concreto, aquellas stablecoins que cumplan con una serie de criterios sobre la composición de los activos de reserva que respaldan su valor (en relación con la calidad crediticia, el vencimiento y la liquidez) quedarán sujetas a los requerimientos del marco general de capital existente, en lugar de al tratamiento prudencial específico más conservador aplicable a otros tipos de criptoactivos.

### 3.2.2 Otras novedades regulatorias y desarrollos de relevancia prudencial

**La Comisión Europea ha publicado un informe<sup>28</sup> prospectivo sobre la revisión del marco macroprudencial del sector bancario.** El documento, que responde a un mandato de revisión quinquenal previsto en la CRR, recoge algunas de las cuestiones y objetivos identificados que guiarán los trabajos de revisión conducentes a una modificación legislativa de la CRR/CRD. En particular, la Comisión Europea destaca los siguientes objetivos:

- i) potenciar la usabilidad y capacidad de liberación de los colchones macroprudenciales;
- ii) promover un uso más homogéneo de determinados requerimientos –en particular, el colchón aplicable a OEIS y el CRS;
- iii) evaluar opciones para la simplificación del marco actual y la habilitación para abordar nuevas tipologías de riesgos sistémicos, y

---

26 Véase la nota de prensa del BCBS *Basel Committee consults on targeted adjustments to tighten its standard on banks' exposures to cryptoassets*, del 14 de diciembre de 2023.

27 Una *stablecoin* (moneda estable) es un tipo de criptomoneda diseñada con la intención de minimizar la volatilidad de su valor, que se liga a uno o varios activos con valor estable o a divisas como el dólar o el euro.

28 Véase el *Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el examen macroprudencial en relación con las entidades de crédito, los riesgos sistémicos relacionados con los intermediarios financieros no bancarios y su interconexión con las entidades de crédito, en virtud del artículo 513 del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012*, del 24 de enero de 2024.

- iv) avanzar en el desarrollo de un conjunto de instrumentos macroprudenciales para el sector financiero no bancario, para lo que se llevará a cabo una consulta pública a finales de este año.

**El BCBS ha seguido trabajando en la revisión de su estándar sobre el riesgo de tipo de interés en la cartera de inversión (IRRBB, por sus siglas en inglés).** En una reciente consulta pública<sup>29</sup>, el BCBS propone ajustes orientados a la actualización de los parámetros empleados en la calibración de las perturbaciones (*shocks*) de tipo de interés a las que hace referencia el estándar de IRRBB. El BCBS también propone ajustes metodológicos específicos cuando los tipos de interés estén próximos a cero. Al margen de esta consulta, el BCBS podría impulsar cambios adicionales en función de las conclusiones de sus trabajos abiertos<sup>30</sup> en este ámbito tras las turbulencias bancarias originadas en Estados Unidos y Suiza en marzo de 2023.

**Por su parte, el FSB continuará trabajando para potenciar la resolubilidad de los bancos, las entidades de contrapartida central y las aseguradoras.** En su informe<sup>31</sup> de resolución de 2023, el FSB hizo balance del trabajo realizado, así como de los progresos en la implementación de reformas de resolución y la mejora de la resolubilidad en los sectores bancario, de infraestructuras del mercado y de seguros. El FSB considera que las enseñanzas de las quiebras bancarias de 2023 de Estados Unidos y Suiza refuerzan la importancia de seguir avanzando en el ámbito de la resolubilidad bancaria. En concreto, el FSB centrará sus esfuerzos en mejorar la implementación de la herramienta global de recapitalización interna (*bail in*)<sup>32</sup> y en seguir abordando los desafíos operativos. El FSB también planea revisar si los mecanismos de financiación de respaldo del sector público existentes son adecuados para la variedad de posibles escenarios de quiebra.

**La Reserva Federal y otras autoridades supervisoras estadounidenses han seguido trabajando en la finalización de varias propuestas regulatorias sobre requerimientos bancarios.** Tras extender hasta enero de 2024 el plazo para comentarios<sup>33</sup>, las agencias federales están analizando posibles modificaciones a los borradores de normas que implementarían:

- i) los componentes finales del acuerdo de capital de Basilea III;
- ii) diversos ajustes técnicos a la metodología de la Reserva Federal para la evaluación y determinación de colchones de capital para G-SIB, y

29 Véase la nota de prensa del BCBS *Basel Committee consults on targeted adjustments to its standard on interest rate risk in the banking book*, del 12 de diciembre de 2023.

30 Véase el informe del BCBS *Report on the 2023 banking turmoil* del 5 de octubre de 2023.

31 Véase la nota de prensa del FSB *FSB outlines work to further increase the resolvability of banks, central counterparties and insurers*, del 15 de diciembre de 2023.

32 Dicha herramienta permite a la autoridad de resolución amortizar los instrumentos de capital y, en su caso, determinados instrumentos de deuda, para la absorción de las pérdidas en las que la entidad haya incurrido. Posteriormente, otros instrumentos de deuda se convierten en capital, con el objeto de recapitalizar la entidad.

33 Véase *Agencies extend comment period on proposed rules to strengthen large bank capital requirements*, nota de prensa conjunta (FRB, FDIC y OCC) del 20 de octubre de 2023.

- iii) un requerimiento de deuda a largo plazo para entidades no-G-SIB con activos superiores a 100.000 millones de dólares.

El objetivo de estas medidas es fortalecer la solvencia y resiliencia del sector bancario norteamericano y demostrar el compromiso de este país con los estándares bancarios acordados a escala internacional.

**Bajo la Presidencia española del Consejo de la UE, se adoptó<sup>34</sup> en noviembre un reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSD, por sus siglas en inglés) que mejorará la eficiencia de la liquidación de valores en la UE.** El nuevo reglamento, de entrada en vigor en 2024, reducirá la carga financiera y normativa de los CSD y mejorará la cooperación entre autoridades supervisoras y la capacidad para operar de manera transfronteriza, tras la revisión del régimen de *passporting*<sup>35</sup> existente.

**Por último, el BCE publicó el pasado mes de marzo un comunicado<sup>36</sup> para avanzar en el desarrollo de la unión de los mercados de capitales (CMU, por sus siglas en inglés).** El Consejo de Gobierno del BCE valora que hay motivos importantes para apoyar y potenciar esta iniciativa que la Comisión Europea lanzó en 2015 para diversificar el sistema financiero a escala de la UE y mitigar su fragmentación. En particular, se estima que una CMU efectiva contribuiría positivamente al objetivo de un sector bancario europeo más integrado, al beneficiarse este de una mayor oferta de prestación de servicios financieros transfronterizos y de una base inversora más amplia. En consecuencia, la CMU reforzaría la resiliencia de las entidades de crédito europeas y reduciría barreras también dentro de la unión bancaria.

---

34 Véase la nota de prensa del Consejo de la UE *El Consejo adopta un Reglamento sobre Depositarios Centrales de Valores*, del 27 de noviembre de 2023.

35 Régimen que tiene por objetivo facilitar que las entidades de crédito y otras entidades financieras autorizadas en un Estado miembro de la UE puedan prestar servicios en otros Estados miembros.

36 *Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre el avance en la unión de los mercados de capitales*, del 7 de marzo de 2024.

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN<sup>1</sup>

La exposición crediticia a los sectores de actividades inmobiliarias y de la construcción por parte de las entidades de depósito españolas ha descendido de forma notable desde la crisis financiera global (véase gráfico 1). No obstante, esta sigue siendo relevante para la estabilidad financiera, tanto por su tamaño en relación con el PIB (6,5 % en diciembre de 2023) como por su peso respecto al total de la financiación bancaria al sector privado en los negocios en España (8,3 % en la misma fecha).

La importancia de esta exposición sectorial en España y la evidencia disponible tras la crisis financiera global —que vincula los desequilibrios en el mercado inmobiliario con una mayor probabilidad y gravedad de las recesiones, así como una mayor lentitud en la recuperación posterior a estas—<sup>2</sup>, hacen relevante evaluar la capacidad de las empresas de estos sectores de afrontar perturbaciones de índole económica y/o financiera, como la subida de los tipos de interés que se ha producido desde la segunda mitad de 2022.

Este recuadro caracteriza, en primer lugar, la posición financiera de estas empresas a partir de los últimos datos disponibles, correspondientes a finales de 2022 y 2023. Se pone especial atención en su capacidad para hacer frente a los gastos financieros, entre otros indicadores. En segundo lugar, se analizan los efectos de distintos tipos de perturbación (de los tipos de interés y de la generación de EBITDA) sobre la evolución de su carga financiera.

Para todo ello, se utiliza información granular del volumen y coste de la financiación bancaria de estas empresas, disponible en la Central de Información de Riesgos del

Banco de España (CIRBE), junto con información de sus balances y cuentas de resultados procedente de la Central de Balances Integrada (CB). Dado que la CB no dispone de información económico-financiera de todas las empresas con saldos vivos de crédito de la CIRBE, distintas partes del análisis (en particular, el estudio de perturbaciones) se realizan sobre la muestra de empresas presente en ambas bases de datos<sup>3,4,5</sup>. En cualquier caso, este ejercicio representa una cota inferior de la carga financiera de estas empresas, ya que solo analiza el endeudamiento bancario, y pueden afrontar presiones de pagos adicionales provenientes de otras obligaciones financieras.

Con el total de datos de la CIRBE, se identifica a finales de 2023 crédito bancario a empresas vinculadas a los sectores de actividades inmobiliarias y de la construcción por un importe de 113 mm de euros<sup>6</sup>. La mayor parte de este corresponde a operaciones a tipo de interés variable (cerca del 70 % del total), por lo que al cierre del año pasado estas empresas ya habrían absorbido, en buena medida, el aumento de los tipos de interés asociado al ciclo de endurecimiento de la política monetaria del BCE que se inició hace alrededor de dos años. Esta composición del crédito implica una elevada sensibilidad de los costes de financiación del sector a la evolución de los tipos de interés de mercado. Por otro lado, los riesgos de refinanciación parecen contenidos, al menos a corto plazo, ya que la gran mayoría (algo más del 90 %) de la deuda bancaria de las empresas de este sector tiene un vencimiento residual superior a un año (véase gráfico 2).

Para hacer frente al servicio de la deuda, resulta fundamental no solo caracterizar las obligaciones financieras, sino también los resultados brutos de

1 Este recuadro ha sido modificado el 21 de junio de 2024, con posterioridad a la fecha de publicación del IEF el 15 de abril de 2024. La modificación incluye esta nota, la nota al pie 6 y la siguiente corrección en la línea 3 del párrafo 2 de la columna 2 de la página 1 del recuadro: «promoción inmobiliaria» es sustituida por «actividades inmobiliarias».

2 Véase, por ejemplo, Ò. Jordà., Schularick, M., y A. M. Taylor (2016). «The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles». *Economic Policy*, 31(85), pp 107-152.

3 La CB del Banco de España contiene información económico-financiera que de forma voluntaria remiten empresas no financieras españolas, así como la información que empresas y grupos empresariales deben remitir al Registro Mercantil o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de manera obligatoria. La muestra completa de la CB se recoge con frecuencia anual y su edición más reciente se refiere al año 2022. En cambio, la CIRBE contiene información de los préstamos, créditos, avales y garantías que cada entidad de crédito declarante mantiene con sus clientes, con umbrales mínimos de declaración, y una frecuencia de reporte mensual.

4 La muestra de empresas dedicadas a las actividades inmobiliarias y a la construcción presente tanto en la CIRBE como en la CB supone la tercera parte de las exposiciones crediticias a estos sectores en CIRBE a finales de 2023. Dichas empresas son más grandes que el resto —mayor cifra de negocios (3,5 veces), número de empleados (4,3 veces) o importe de cifra de balance (1,1 veces)—. Estas exposiciones cuentan además con una mejor clasificación crediticia (mayor proporción de operaciones en riesgo normal: el 89 % frente al 79 % para el conjunto de las exposiciones a estos sectores en la CIRBE).

5 La deuda bancaria (CIRBE) de las empresas de la muestra suponía en 2022 cerca de un 80 % de toda la financiación con entidades de crédito, de acuerdo con la información reportada por estas empresas a la CB, y en torno al 45 % de los recursos ajenos a largo plazo y de la financiación a corto plazo con coste.

6 El crédito bancario reportado a CIRBE utilizado para el análisis del Recuadro 3.1 incluye el transferido a SAREB con posterioridad a su originación (21 % del volumen del crédito analizado).

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)

explotación que generan estas compañías y cómo se relacionan ambas magnitudes. Con este objetivo, se ha analizado la distribución de la ratio EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*,

término en inglés para designar el resultado bruto de explotación) frente al gasto por intereses en 2019 y en 2022. Un nivel de esta ratio de cobertura de intereses por debajo de 1 indica que la empresa no genera un resultado

Gráfico 1  
Crédito bancario a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción (a)

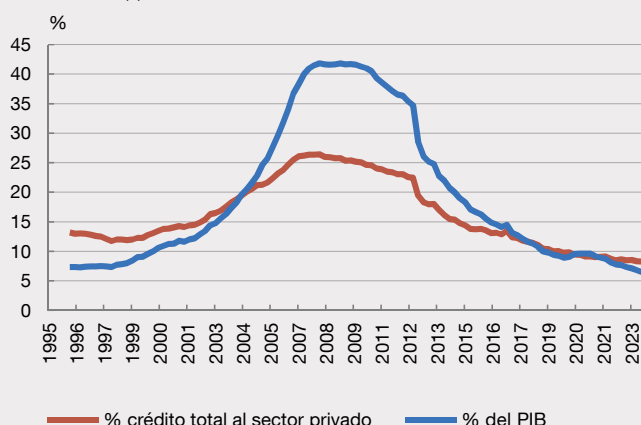


Gráfico 3  
Distribución de la ratio EBITDA / gastos de intereses de la deuda bancaria (c)

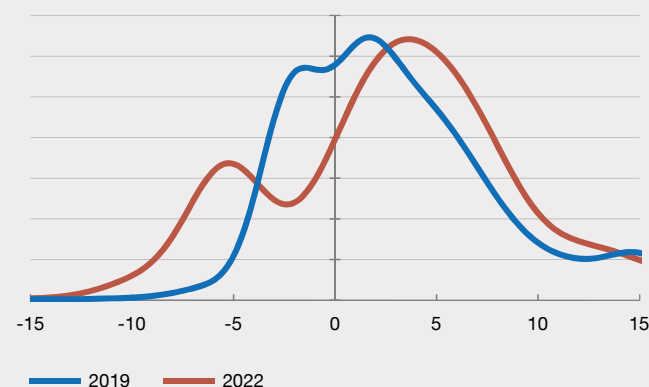


Gráfico 2  
Vencimiento residual de los préstamos bancarios a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción en diciembre de 2023 (b)

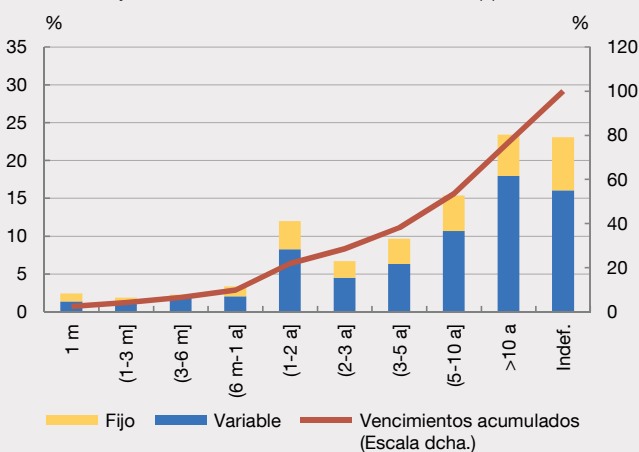
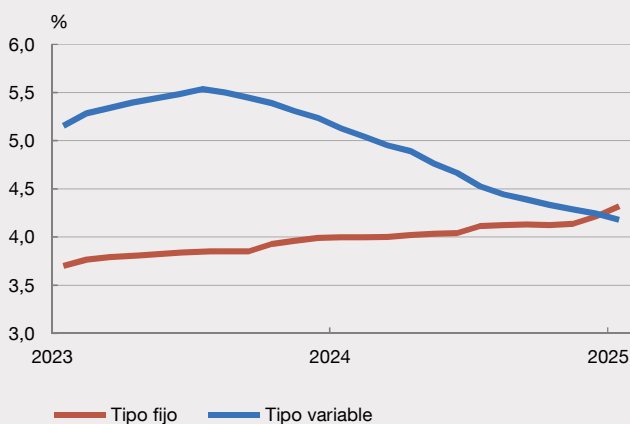


Gráfico 4  
Tipos de interés de la deuda bancaria a empresas de actividades inmobiliarias y de la construcción. Proyección (escenario base) (d)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Central de Información de Riesgos del Banco de España y Central de Balances.

- La ratio «% crédito total al sector privado» se calcula como el cociente de los préstamos a la actividad empresarial no financiera en actividades de construcción y actividades inmobiliarias y total de crédito a la clientela residente en España. A partir de la información de estados financieros reservados individuales trimestrales. La ratio «% del PIB» usa el mismo numerador, pero el denominador es el PIB a precios de mercado a partir de la Contabilidad Nacional Trimestral del Instituto Nacional de Estadística.
- Se muestra el vencimiento residual de todas las operaciones de crédito a sociedades no financieras que ejercen su actividad en el ámbito de la construcción y actividades inmobiliarias (grupos CNAE: 411, 412, 681, 682, 683, 431, 421, 422, 429), conforme a la información granular disponible en la CIRBE. En el caso de operaciones en las que no se reporta el vencimiento residual, se han agrupado estos préstamos en la categoría de plazo de vencimiento indefinido. Para los ejercicios de simulación que se muestran en este recuadro, se considerarán únicamente aquellas operaciones para las que, teniendo información en la CIRBE, es posible además disponer de información económico-financiera adicional sobre sus estados financieros consolidados en el Central de Balances. El porcentaje de operaciones con plazo de vencimiento a dos-tres años es mayor en la submuestra de la CIRBE que enlaza con la CB (el 10,7 % frente al 6,4 % en la CIRBE) y es algo menor el porcentaje de operaciones con vencimiento superior a diez años (el 18,9 % frente al 20,6 % en la CIRBE).
- El gráfico muestra funciones de densidad aproximadas mediante estimadores kernel de la ratio EBITDA/gastos de intereses de empresas inmobiliarias, ponderada por el saldo vivo de crédito de cada empresa en el año correspondiente, de acuerdo con la información disponible a diciembre de cada año. Las distribuciones consideran el mismo conjunto de empresas en los años representados, para hacer más comparables las distribuciones.
- El gráfico muestra la evolución del valor medio de los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas inmobiliarias consideradas en el ejercicio de simulación, de acuerdo con los supuestos del escenario base (para más detalle, véase texto). Esta media se pondera por el importe dispuesto de cada crédito a diciembre de 2023.

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)

bruto suficiente para afrontar los gastos financieros por la deuda bancaria.

Se observa una dispersión significativamente mayor de esta ratio en 2022 (último año con datos completos para la CB) que en 2019 (véase gráfico 3). De acuerdo con esta métrica, algo más de un tercio de la financiación bancaria a los sectores analizados tendría como destino empresas con una capacidad reducida de servicio de la deuda: esto es, empresas con niveles de EBITDA inferiores al gasto financiero (ratio menor de 1), o incluso negativos. Al mismo tiempo, se aprecia un número significativo de empresas con ratios EBITDA /gasto financiero muy por encima de la unidad (de hecho, la mayor parte de las empresas cuentan con una ratio superior a 2). Otras ratios financieras de estos sectores, como la que relaciona el nivel de endeudamiento con el activo empresarial, también muestran una elevada heterogeneidad entre compañías<sup>7</sup>.

Para complementar el anterior análisis descriptivo, se lleva a cabo un ejercicio de proyección de la ratio EBITDA /gasto financiero para los años posteriores a 2022. Para ello, se consideran sendas observadas (hasta 2023) y futuras (de 2024 y hasta 2025) de los tipos de interés (a las que se liga el comportamiento futuro del gasto financiero) y de crecimiento económico (que resulta relevante para el EBITDA). En este ejercicio, se asume que los préstamos que vencen en el horizonte de proyección (hasta 2025) se renuevan con el mismo importe de finales de 2023, y que conservan sus características originales en cuanto a vencimiento o frecuencia de revisión del tipo de interés. En este caso,

su nuevo nivel de tipo de interés se recalibra teniendo en cuenta la prima de riesgo de las operaciones formalizadas en 2023<sup>8</sup>.

En este ejercicio de proyección, se plantea que el activo de las empresas crece al mismo ritmo que el PIB nominal, de acuerdo con las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España<sup>9</sup>. Se asume además que la ratio de EBITDA sobre total activo se mantiene estable (por lo que este resultado crece al mismo ritmo que el PIB)<sup>10</sup> y que los tipos de interés de referencia en el área de la zona del euro caen durante el horizonte 2023-2025, en línea con la expectativa del mercado a finales de marzo de 2024<sup>11</sup>.

La evolución de los tipos de referencia tiene efectos importantes sobre los gastos financieros de las empresas analizadas. En concreto, la financiación a tipo variable de estas empresas se abarata a lo largo del horizonte de estudio (véase gráfico 4). Sin embargo, los contratos a tipo fijo se encarecen moderadamente, dado que una parte importante de estos fue concedida en un contexto de tipos más bajos y, al renovarse, el nuevo tipo de interés es superior al original de la operación. En este escenario base, se produce una caída de los gastos financieros en términos netos por el mayor peso de los contratos a tipos variables en la deuda bancaria de estos sectores.

Adicionalmente, se plantea un ejercicio de sensibilidad con tres sendas alternativas para el resultado EBITDA y los tipos de interés. En las dos primeras se asume un repunte en los tipos de interés de mercado de 1 punto porcentual (pp) y 2 pp en relación con las expectativas

7 Las cifras se refieren a las empresas de la CIRBE cruzadas con las de la Central de Balances. Por ejemplo, en torno a un tercio del crédito bancario a los sectores de promoción inmobiliaria y de la construcción se dirige a empresas con una ratio de deuda bancaria sobre activo superior al 80 %, mientras que la cuarta parte se dirige a empresas de este sector con una ratio inferior al 20 %. Las empresas con mayor apalancamiento suelen contar con peores ratios EBITDA/gasto de intereses y peor situación crediticia (mayor proporción de operaciones en situación dudosa o de vigilancia especial). Por otro lado, conviene tener en cuenta que algunos de los activos de estas empresas podrían tener un valor de liquidación muy bajo (por ejemplo, viviendas en construcción), por lo que un endeudamiento reducido en relación con el activo no siempre implica una mayor capacidad de repago de las deudas.

8 Para este propósito, se distingue entre operaciones nuevas a tipo fijo y a tipo variable firmadas en 2023, considerándose además varios grupos de préstamos según el vencimiento original pactado. Posteriormente, se calcula la prima de riesgo media en cada uno de estos grupos de operaciones, esto es, la diferencia media entre el tipo de interés del préstamo y el tipo de referencia swap. Esta diferencia es la que se imputa a los préstamos que coincidan con las características de esos grupos y que se renuevan en el horizonte de proyección.

9 Banco de España. (2024). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)».

10 Para empresas con EBITDA negativo, se asume que el EBITDA se torna menos negativo, reduciéndose al mismo ritmo que crece el PIB nominal.

11 En concreto, se considera la curva de tipos de interés swap del euro a cierre de diciembre de 2023, y se calcula la senda implícita de un tipo swap a corto plazo hasta finales de 2025. Los cambios en los tipos de interés de referencia de los préstamos responden a las variaciones en este tipo swap.

12 La perturbación en la ratio EBITDA/activo es algo inferior a la observada en el inicio de la crisis financiera de 2008. En la práctica, podrían producirse perturbaciones simultáneas en los tipos de interés y el EBITDA. El análisis de este recuadro no presenta las posibles interacciones entre ambas variables, sino que se centra en caracterizar la sensibilidad de cada canal.

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)

del mercado a cierre de marzo de 2024, mientras que el EBITDA seguiría creciendo al ritmo del PIB. En la práctica, estos supuestos suponen que las caídas esperadas para los tipos de interés a finales del año pasado no se producen o son mucho más moderadas.

En la tercera senda alternativa, se considera que los tipos evolucionan de acuerdo con el escenario base, pero se produce una caída del EBITDA de las empresas. Para calibrar la magnitud de la caída, en primer lugar, se considera la evolución del valor medio de la ratio EBITDA/

activo para el período 1999-2019. Posteriormente, se calcula la desviación típica de esta serie temporal, que finalmente se resta a la ratio EBITDA/activo observada para cada empresa, lo que permite obtener su nivel de EBITDA (en euros) bajo estrés<sup>12</sup>.

Los resultados de este análisis de sensibilidad se presentan de forma separada para grupos de empresas con valores de la ratio EBITDA / gasto financiero en distintos intervalos (véase gráfico 5). En el escenario base, se produce una mejora de la ratio EBITDA / gasto

Gráfico 5

Distribución del crédito bancario por tramos de la ratio EBITDA / gasto de intereses de la deuda bancaria (a) (b)

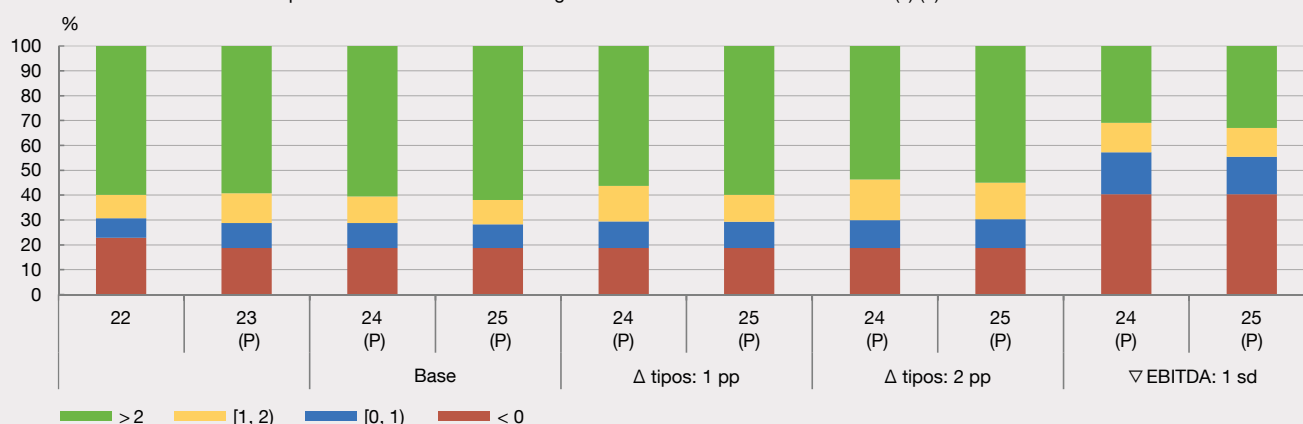


Gráfico 6

Ratio (EBITDA-gasto de intereses de la deuda bancaria) / activo x 100 (b) (c)

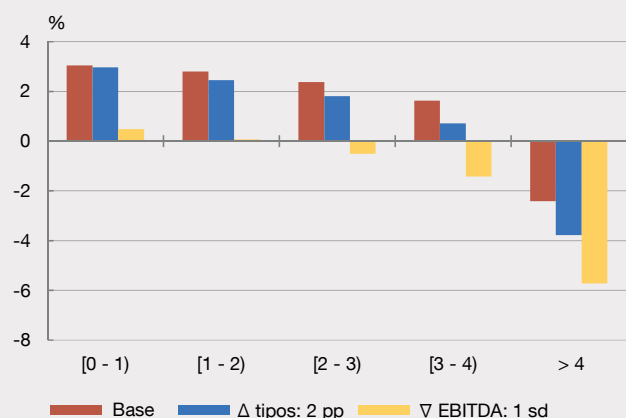
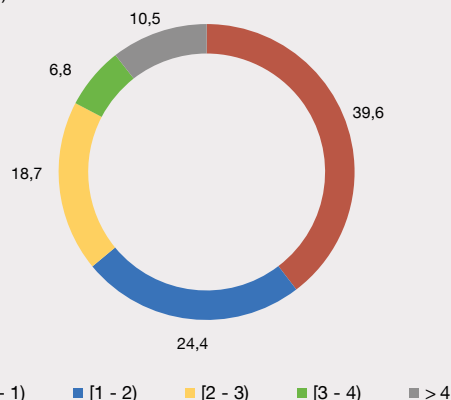


Gráfico 7

Peso del crédito según ratio de gasto de intereses bancarios sobre activo (2023, en %)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Central de Información de Riesgos del Banco de España y Central de Balances.

- Se muestra la distribución del crédito bancario para empresas con distintos valores de la ratio EBITDA / gasto financiero, a partir de datos de la CIRBE y la Central de Balances. El valor de la ratio EBITDA / gasto financiero para 2022 es un valor observado. De 2023 y en adelante, el gasto financiero se aproxima considerando el tipo de interés de los préstamos en CIRBE y su evolución futura. En el escenario base, esta evolución futura coincide con la expectativa del mercado a final de marzo de 2024.
- Las sendas «Δ tipos: 1 pp», «Δ tipos: 2 pp» asumen que los tipos de mercado son 1 pp y 2 pp más altos que en el escenario base, respectivamente. Por su lado, el EBITDA en todos los casos se estima asumiendo que el activo empresarial crece al mismo ritmo que el PIB nominal, manteniéndose el EBITDA como una proporción estable del activo, excepto en la senda «∇ EBITDA: 1 sd». En este último caso, se asume una caída del EBITDA equivalente a una desviación estándar de ratio media EBITDA/activo observada durante el período 1999-2019. Los valores representados en el gráfico recogen la composición del crédito en diciembre de cada ejercicio.
- Se representa el valor mediano de la ratio (EBITDA-gasto financiero) / activo (en %) en varios escenarios para empresas con distinto nivel de gasto financiero sobre activo (en % del activo, eje horizontal).

**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE LA CARGA FINANCIERA BANCARIA DE LAS EMPRESAS DE ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y CONSTRUCCIÓN (cont.)**

financiero, aumentando el peso de las empresas con ratios más holgadas, superiores a 2. En 2023, esta mejora viene explicada en buena parte por el desendeudamiento de las empresas con peores valores de la ratio en 2022. A partir de ese año, la dinámica de incremento del EBITDA y menores gastos por intereses aliviaría la carga financiera. Esta mejora no se observa, sin embargo, en las sendas estresadas de tipos de interés. Además, la senda más perjudicial para la carga financiera de estos sectores se obtiene cuando se estresa el EBITDA. En este caso, aumentaría la proporción de empresas con ratio EBITDA / gasto financiero por debajo de la unidad o con una ratio negativa, y las empresas con una cobertura de gastos de interés superior a 1 pasarían a representar menos del 50 %.

Finalmente, se analiza el valor mediano de la ratio entre la diferencia de EBITDA y de gastos financieros y total activo bajo las distintas sendas. Esta medida permite calcular tanto el superávit como el déficit en el grado de cobertura del gasto financiero, sin plantear problemas de definición para empresas con un EBITDA negativo. Esta ratio se calcula de forma separada para empresas con distinto nivel de gasto financiero sobre activo en la fecha de referencia de 2023.

Al igual que en el análisis previo, el deterioro más evidente en esta ratio se produce ante una contracción del EBITDA. Solo las empresas con menores gastos financieros de partida (por debajo del 2 % del total de activo, con un peso cercano al 65 % del crédito a estos sectores) son capaces de mantener un exceso de EBITDA en relación con los gastos de interés en este caso. El resto de los grupos de empresas de la muestra de estudio o bien pasan a presentar déficits de cobertura, o bien amplían los existentes (véase gráfico 6).

Las sendas estresadas de tipos de interés tienen un impacto menor, pero todavía relativamente elevado en las empresas con ratios de partida en 2023 de gasto financiero sobre activo más altas (aquellas con una ratio por encima del 3 %). Conviene señalar que el peso (inferior al 20 %) de estas empresas sobre el crédito total en la muestra de empresas utilizada es relativamente contenido (véase gráfico 7).

En resumen, el volumen de financiación bancaria a las empresas de actividades inmobiliarias y construcción es muy inferior al observado antes de la crisis financiera global. En cuanto a la posición financiera de estas empresas, esta es heterogénea. Se observan tanto un número contenido de empresas con problemas de generación de recursos en relación con su gasto financiero como otras, la mayoría, con recursos holgados.

Se estima igualmente que unas sendas de tipos de interés por encima de las expectativas de mercado vigentes a finales de marzo de 2024, sobre las que existe un cierto grado de incertidumbre, deteriorarían solo de forma contenida la capacidad de servicio de la deuda bancaria del sector. No obstante, las empresas que cuentan con un mayor peso de los gastos financieros experimentarían un deterioro más notable de su posición financiera ante estos mayores tipos de interés.

Los impactos más importantes sobre la carga financiera bancaria de las empresas de estos sectores tendrían lugar ante caídas significativas de su actividad. En la medida que en el entorno actual, no se detectan en España señales de desequilibrios elevados en los mercados inmobiliarios residencial y comercial, la probabilidad de materialización de este factor de riesgo aparece contenida a corto plazo.





# Temático

**CIBERRIESGOS**



El ciberriesgo se puede definir como la combinación de la probabilidad de ocurrencia de ciberincidentes, esto es, eventos que comprometan la confidencialidad, la integridad o la disponibilidad de la información y/o los sistemas de información, sean producto de actividad maliciosa o no, con su impacto<sup>1</sup>. Estos eventos son cada vez más relevantes para el conjunto del sistema financiero y para otros sectores productivos, debido al avance en el proceso de digitalización de la economía y la sociedad<sup>2</sup>. Además, debido a las interconexiones financieras y tecnológicas, los ciberincidentes pueden propagarse rápidamente entre bancos, entidades no bancarias e infraestructuras del mercado financiero, con potenciales implicaciones para la estabilidad financiera. La dependencia de servicios críticos proporcionados por terceros supone nuevas vulnerabilidades y riesgos de concentración dentro del sistema financiero.

En este contexto, los reguladores y supervisores prudenciales están prestando una atención prioritaria a estos riesgos e impulsando distintas iniciativas para aumentar la resiliencia de las entidades financieras frente a los mismos, esto es, para reforzar su ciberresiliencia. La iniciativa de las autoridades refuerza los incentivos, ya de por sí, elevados de las entidades financieras para invertir en recursos tecnológicos, no sólo para proteger sus datos, sino también la integridad de la provisión de servicios a sus clientes.

Entre las iniciativas de las autoridades europeas destacan la aprobación reciente del Reglamento DORA (*Digital Operational Resilience Act*, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup>, la Directiva NIS2 sobre ciberseguridad<sup>4</sup>, los trabajos en curso para responder a la recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) sobre la coordinación en caso de ciberincidentes sistémicos y las pruebas de resistencia con fines de supervisión de la resiliencia de los bancos frente a los ciberataques por parte del Mecanismo Único de Supervisión en 2024.

El resto del capítulo se organiza de la siguiente forma. El epígrafe T1 analiza los conceptos de ciberriesgo y de ciberresiliencia en el contexto de digitalización del sistema financiero. El epígrafe T2 describe la frecuencia e impacto creciente de los ciberriesgos. Ambas secciones recogen datos públicos sobre los ciberriesgos, sujetos a múltiples limitaciones. El epígrafe T3 recoge las distintas iniciativas de las propias entidades financieras y de las autoridades micro- y macroprudenciales, y

---

1 Véase el *Cyber-Lexicon* del *Financial Stability Board* (FSB, por sus siglas en inglés) para una definición de terminología de relevancia para los ciberriesgos.

2 Véase el *Informe de la Comisión Europea* del 24 de enero de 2024.

3 Véase el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011.

4 Directiva UE 2022/2555 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de ciberseguridad en toda la Unión, por la que se modifican el Reglamento (UE) n.º 910/2014 y la Directiva (UE) 2018/1972 y por la que se deroga la Directiva (UE) 2016/1148 (Directiva SRI 2).

de otros ámbitos, para reforzar la ciberresiliencia. El epígrafe T4 concluye con posibles perspectivas de evolución de los ciberriesgos, por ejemplo, en relación con el efecto del desarrollo de la inteligencia artificial, y de las herramientas de las entidades y las autoridades para contenerlos, que tendrán que poner el énfasis en la disposición de los recursos tecnológicos adecuados, además de los recursos financieros utilizados para absorber pérdidas operacionales.

## T.1 Los ciberriesgos y el sistema financiero

### T.1.1 El sistema financiero como ecosistema

**El sistema financiero constituye un sistema muy complejo, formado por numerosos participantes intensamente interconectados y dependientes entre sí.** Este sistema incluye las infraestructuras de mercado, los distintos tipos de entidades financieras (bancarias y no bancarias) y sus principales proveedores de servicios tecnológicos, y el conjunto de las autoridades supervisoras de todos ellos. Las entidades financieras presentan tanto interconexiones directas a través de sus activos y pasivos, como indirectas, al invertir o financiarse con el mismo tipo de instrumentos (véase el epígrafe 2 del capítulo 2 de este IEF). Adicionalmente, existen numerosas interconexiones operativas entre los participantes del sector, a través de las infraestructuras de mercado, los proveedores de servicios comunes e incluso la prestación de servicios entre entidades financieras.

**Estas interconexiones entre entidades y otras características del sistema financiero hacen que el impacto de los ciberriesgos pueda llegar a poner en peligro la estabilidad financiera<sup>5</sup>.** La materialización de ciberincidentes puede así afectar no solamente a cada participante individual, sino también extenderse y amplificarse con implicaciones sistémicas para el conjunto del sector. Además de las interconexiones, otras características relevantes del sistema financiero para valorar los ciberriesgos incluyen su fuerte dependencia de la tecnología, su atractivo para atacantes con distintas motivaciones (por ejemplo, económicas y políticas) y una gran sensibilidad a la pérdida de la confianza de sus participantes<sup>6</sup>.

**Las entidades financieras complementan sus capacidades tecnológicas mediante distintas relaciones con otros agentes.** Estas incluyen la contratación de servicios de proveedores, la participación en consorcios, inversiones en *start-ups* o adquisiciones de productos de terceros.

**En muchos casos, la oferta de servicios tecnológicos está fuertemente concentrada en un número relativamente pequeño de proveedores, en particular en el caso de los relacionados con la computación en la nube<sup>7</sup>.** De hecho, algunos de estos proveedores

---

5 F. J. Herrera Luque, J. Munera López y P. Williams (2021), “*Cyber risk as a threat to financial stability*”. Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España, 40.

6 Véase el informe de la JERS *Systemic cyber risk*, de febrero de 2020.

7 La Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) define la computación en la nube como un modelo que permite el acceso de red ubicuo, conveniente y bajo demanda a un conjunto compartido de recursos informáticos configurables (por ejemplo, redes, servidores, almacenamiento, aplicaciones y servicios) que se pueden suministrar y desplegar rápidamente, requiriendo un esfuerzo mínimo de gestión o una interacción muy limitada con el proveedor del servicio.

han pasado a ser elementos vertebradores para el sistema financiero, a un nivel comparable al de las infraestructuras de mercado. Por ejemplo, en el segmento de computación en la nube, tres empresas representan más del 60% de cuota de mercado<sup>8</sup> y su fallo simultáneo podría tener consecuencias operativas adversas a nivel sistémico. Constituyen, por tanto, puntos únicos de fallo, dado que los incidentes que les afectan, incluso los no intencionados, tienen impacto en el conjunto del sector. Más aún, muchos de estos proveedores prestan sus servicios también a compañías de otros sectores, pudiendo llegar a ser críticos para la economía de un país en su conjunto o incluso de un grupo de países.

**Identificar todas las interdependencias existentes en el sector es un reto complejo.** Las entidades financieras tradicionales se conectan entre ellas y a las infraestructuras de mercado, existen nuevos actores que ofrecen servicios financieros (por ejemplo, *fintech*)<sup>9</sup> y hay una creciente dependencia de los proveedores tecnológicos directos. Pero, además, existen otras dependencias de terceros no debidamente identificadas, producidas por las subcontrataciones sucesivas a lo largo de las cadenas de contratación de productos y servicios tecnológicos, sobre las que las entidades financieras tienen escaso o ningún control. Esto ha llevado a que iniciativas como el *toolkit* del FSB<sup>10</sup> sobre gestión de riesgos de terceros o el Reglamento DORA de la Unión Europea (UE), analizado en más detalle en el epígrafe T3, hayan puesto el foco en estas dependencias.

### T.1.2 Transformación digital y exposición al ciberriesgo

**El sistema financiero está fuertemente digitalizado y las entidades financieras dependen de su tecnología no solo para desarrollar el negocio, sino como un factor diferencial y competitivo.** En los últimos años, el proceso de transformación digital se ha acelerado extraordinariamente<sup>11</sup>, tanto para mejorar la eficiencia de los procesos internos de las entidades financieras como para ofrecer a sus clientes servicios flexibles, personalizados y accesibles de forma inmediata, desde cualquier lugar y con distintos tipos de dispositivos<sup>12</sup>. Este fenómeno se ha visto reforzado por la aparición de nuevos competidores para las entidades financieras

8 Ting Yang Koh and Jermy Prenio (2023). *Managing cloud risk – some considerations for the oversight of critical cloud service providers in the financial sector*. FSI Insights on policy implementation No 53.

9 El FSB define *fintech* como «innovación financiera facilitada por la tecnología que podría resultar en nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos con un efecto material asociado sobre los mercados financieros y las instituciones, y la provisión de servicios financieros». Las empresas que hacen uso de estas innovaciones tecnológicas son comúnmente designadas también por el mismo término.

10 Véase el informe del FSB *Enhancing third-party risk management and oversight – a toolkit for financial institutions and financial authorities*, del 4 de diciembre de 2023.

11 Según el informe del Observatorio de la Digitalización Financiera FUNCAS – KPMG *La digitalización como eje de transformación bancaria*, la penetración de la banca digital en España pasó del 54,9 % en 2019 al 69,6 % en 2022, superando en casi 10 puntos porcentuales la media europea de 2022 de 59,7 %. Asimismo, el informe destaca que el avance en la transformación digital fue una prioridad estratégica en 2022 para el 58 % de las entidades, por delante de la mitigación de los efectos de la inflación que fue prioridad para el 53 %.

12 Véase José Ramón Martínez Resano. (2022). *Regulating for Competition with Bigtechs: Banking-As-A-Service and ‘Beyond Banking’*.

tradicionales, como son las *bigtech*<sup>13</sup> o las *fintech*, que pueden ofrecer soluciones muy atractivas de forma muy ágil e innovadora.

**El elevado nivel de digitalización del sistema financiero incrementa su exposición al ciberriesgo.** La mayor parte de las entidades financieras tienen entornos tecnológicos extraordinariamente complejos, donde conviven aplicaciones antiguas con otras que se apoyan en tecnologías más innovadoras, fruto no solo de los procesos de transformación, sino también, en algunos casos, de sucesivas fusiones y adquisiciones<sup>14</sup>. Esta complejidad supone un reto para las entidades a la hora de mantener un entorno de control adecuado y, por tanto, las hace más vulnerables, tanto a fallos en los sistemas como a ciberataques.

**En este contexto, la pandemia del COVID-19 ha actuado como un acelerador, introduciendo cambios en el funcionamiento de las entidades financieras y en su relación con los clientes.** Por ejemplo, el teletrabajo, que se mantiene estable en niveles superiores a los previos a la pandemia, ha traído consigo riesgos adicionales para las entidades y sus empleados, entre los que podemos citar los originados por los accesos a sistemas corporativos desde dispositivos personales y redes domésticas, y el manejo de datos confidenciales en los domicilios de los empleados. El acceso electrónico de los clientes a distintos servicios financieros se vio impulsado como consecuencia de las restricciones a la movilidad durante las fases iniciales de la pandemia, y parte de este impulso se ha conservado en el período posterior de normalización de relaciones sociales.

**La ampliación de la oferta de servicios financieros a distancia ha aumentado la exposición de los clientes que los utilizan a ciberataques y fraudes.** Se han observado crecimientos muy significativos en los casos de fraudes que utilizan ingeniería social, como el *phishing*<sup>15</sup>, el *smishing*<sup>16</sup>, y el *vishing*<sup>17</sup>, acompañados de suplantación de sitios web y aplicaciones móviles, entre otros. A pesar de los esfuerzos de las entidades para mejorar la educación en ciberseguridad de sus clientes, algunos continúan siendo altamente vulnerables, especialmente aquellos que antes de la pandemia no hacían uso de los canales digitales.

**Aunque algunos estudios sugieren que el financiero es uno de los sectores críticos mejor preparados frente a los ciberriesgos, existe una cierta heterogeneidad a nivel de entidades individuales.** Si bien la mejor posición relativa del sector se debe en parte a su elevado grado de regulación y supervisión, en algunos casos las medidas de seguridad y los controles implementados por las entidades, especialmente en el caso de las más pequeñas, deben todavía mejorarse para gestionar adecuadamente los ciberriesgos.

---

13 El FSB define *bigtech* como «grandes compañías tecnológicas con amplias redes de clientes establecidas».

14 Véase «Evolución de los principales grupos bancarios españoles (2009-2021)», del Banco de España.

15 Los ataques de *phishing* son aquellos en los que un atacante trata de conseguir información confidencial (contraseñas, datos bancarios, etc.) de usuarios legítimos de forma fraudulenta, recurriendo a la suplantación de la identidad digital de una entidad de confianza.

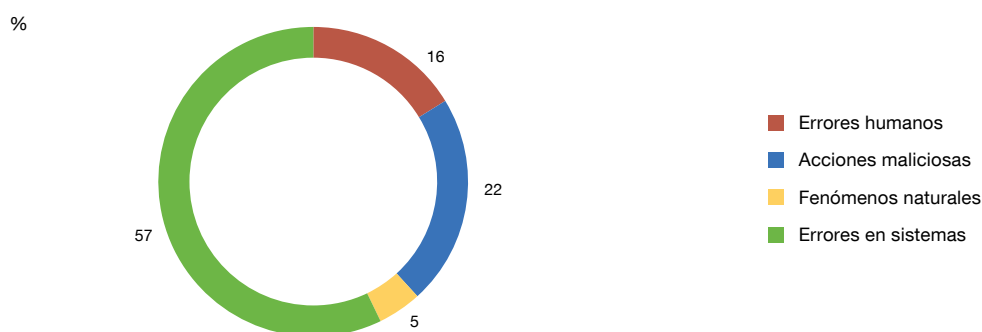
16 El *smishing* es una técnica que consiste en el envío de un SMS por parte de un ciberdelincuente a un usuario simulando ser una entidad legítima con el objetivo de robarle información privada o realizarle un cargo económico.

17 El *vishing* es un tipo de estafa de ingeniería social por teléfono; a través de una llamada, se suplanta la identidad de una empresa, organización o persona de confianza, con el fin de obtener información personal y sensible de la víctima.

Gráfico T.1

**Pese a ser responsables de los mayores impactos, los ciberincidentes con origen malicioso representan un porcentaje reducido del total de ciberincidentes reportados**

T.1.a Causas de los ciberincidentes reportados a ENISA en Europa entre 2013 y 2023



FUENTES: ENISA, *Cybersecurity Incident Reporting and Analysis System*.

### T.1.3 Eventos no maliciosos y ciberataques

**El concepto de ciberincidente va más allá de los ciberataques.** Conviene destacar que la propia definición de ciberincidente del *Cyber Lexicon* del FSB (véase nota al pie 1) remite tanto a los de naturaleza maliciosa, causados por ciberataques, como a los no maliciosos. Estos últimos, que incluyen eventos provocados por desastres naturales (por ejemplo, terremotos), errores humanos o fallos accidentales en los sistemas, también pueden afectar a la capacidad de las entidades y del sector en su conjunto para seguir operando con normalidad, por lo que la resiliencia frente a estos ciberincidentes es igualmente relevante.

**Es importante destacar las diferencias en términos de la frecuencia e impacto de los distintos tipos de ciberincidentes.** Analizando las principales causas de los ciberincidentes de todos los sectores que se reportan anualmente a la Agencia de la Unión Europea para la Ciberseguridad (ENISA, por sus siglas en inglés), se observa que los no maliciosos, como fallos en los sistemas o errores humanos, son los más comunes<sup>18</sup> (véase gráfico T.1). A pesar de su prevalencia, estos incidentes no tienen, en la mayoría de las ocasiones, un impacto relevante ni a nivel individual ni a nivel sistémico. Son los ciberincidentes maliciosos, que representan en torno al 22 % del total, los que tienen un mayor impacto.

**La propia naturaleza de los ciberincidentes maliciosos y su intencionalidad explican su mayor impacto a pesar de su menor frecuencia.** En la mayoría de los casos se trata de ataques diseñados para causar el mayor impacto posible en sus víctimas; por ejemplo,

18 En este gráfico y en el resto incluidos en el capítulo temático, se ha utilizado la mejor aproximación basada en información pública para ilustrar distintos hechos estilizados relevantes relacionados con los ciberriesgos. Estas aproximaciones afrontan importantes limitaciones en cuanto a la cantidad y calidad de datos disponibles. Los supervisores disponen de datos confidenciales muy superiores. La elevada prioridad del ciberriesgo en la agenda regulatoria y supervisora hace esperar una mayor disponibilidad futura de datos agregados publicables.

paralizando sus operaciones o robando datos confidenciales. A esto hay que sumar la posibilidad de aumentar el alcance y el impacto que, en algunos casos, tienen los atacantes: de un único usuario a un grupo más amplio de una o más entidades. También contribuyen al mayor impacto los efectos a largo plazo de este tipo de incidentes, como el daño reputacional.

#### T.1.4 De la ciberseguridad a la ciberresiliencia

**El concepto de ciberseguridad tiene un alcance bien delimitado.** El *Cyber Lexicon* del FSB define la ciberseguridad como la preservación de la confidencialidad, integridad y disponibilidad de la información y/o los sistemas de información en un medio interconectado. Estamos, por tanto, ante un concepto fundamentalmente preventivo y de protección. Sin embargo, la evolución hacia un mundo completamente digital en el que las ciberamenazas son cada vez más frecuentes y sofisticadas hace necesario un cambio de paradigma, asumiendo como hipótesis de trabajo que en algún momento se producirá un ciberincidente con impacto.

**El concepto de ciberresiliencia surge como evolución del concepto de ciberseguridad.** El *Cyber Lexicon* del FSB 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, resistiendo, conteniendo y recuperándose rápidamente ante ciberincidentes.

**A su vez, la ciberresiliencia se puede generalizar como resiliencia operacional u operativa.** El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), en sus *Principles for Operational Resilience*<sup>19</sup>, definió la resiliencia operacional como la capacidad de un banco para mantener sus operaciones críticas en situaciones adversas, definición que podría aplicarse no solo a bancos, sino también a todo tipo de compañías privadas e instituciones públicas dentro y fuera del sistema financiero. Este es un enfoque más holístico, que no se centra exclusivamente en gestionar la tecnología, sino que concede la misma importancia a las personas y a los procesos de las organizaciones y enlaza con disciplinas ya existentes, como la continuidad de negocio.

#### T.1.5 La relación entre el ciberriesgo y los riesgos económico-financieros

##### *Nivel individual*

**Los eventos de ciberriesgo pueden tener un impacto individual significativo en el ámbito operativo, pero también más allá de este.** En un entorno fuertemente digitalizado, la tecnología se convierte en un factor transversal a toda la actividad del negocio, por lo que

---

<sup>19</sup> Véase el informe del BCBS *Principles for Operational Resilience* de marzo de 2021.

el ciberriesgo puede tener impacto en otros riesgos, como el legal, el reputacional o los riesgos financieros clásicos.

**Los ciberincidentes pueden llegar a generar un impacto importante sobre la reputación de una entidad.** La indisponibilidad de los servicios o las vulneraciones de la confidencialidad o la integridad de la información en poder de las entidades financieras pueden tener un impacto en la confianza de los clientes y del mercado en general, tanto si son eventos maliciosos como si son accidentales. Estos impactos reputacionales pueden verse agravados si no hay una gestión adecuada de la comunicación pública cuando se producen los ciberincidentes.

### *Nivel sistémico*

**La interacción entre el ciberriesgo y otros riesgos como el financiero, no hace sino incrementarse a nivel sistémico.** A las implicaciones del ciberriesgo a nivel individual se le añaden, a nivel sistémico, las derivadas del elevado nivel de interconexión e interdependencia entre las entidades financieras. Esto hace que el impacto de un ciberincidente en una entidad pueda extenderse a más entidades, agregándose el impacto operacional, financiero y reputacional y erosionando potencialmente la confianza en el sector, elemento crucial que podría incrementar exponencialmente el impacto a nivel sistémico. Otros escenarios con un potencial efecto sistémico serían, por ejemplo, un ataque masivo contra un número elevado de entidades o contra un proveedor crítico o fallos en un *software* de uso común en el sector.

**Las implicaciones sistémicas para la estabilidad financiera del ciberriesgo están siendo estudiadas por las autoridades macroprudenciales.** En este sentido, la JERS ha trabajado los últimos años en estudiar el impacto en la estabilidad financiera del ciberriesgo<sup>20</sup>, los posibles canales de contagio a través de los que el impacto de un ciberincidente puede llegar a poner en riesgo la estabilidad financiera<sup>21</sup> y potenciales medidas para mitigarlo<sup>22</sup>.

**La materialización de riesgos vinculados al ciclo de crédito o al de negocio no reduciría necesariamente la probabilidad de ciberincidentes.** Al contrario, un entorno recesivo podría incrementar los incentivos para realizar ataques maliciosos con motivación económica, ante la menor capacidad de generación de rentas legales de agentes tecnológicos o ante la reducción de la capacidad de las entidades de invertir en ciberresiliencia. Si bien es necesaria más investigación sobre esta cuestión, una relación neutra o de refuerzo de los ciberriesgos con respecto a los ciclos económico-financieros señala la necesidad de contar con recursos específicos de absorción de riesgos frente a estos. Estos recursos necesitarían su propia categoría y estarían adaptados a la naturaleza tecnológica de estos riesgos.

---

20 Véase el informe de la JERS *Systemic cyber risk* del 19 de febrero de 2020.

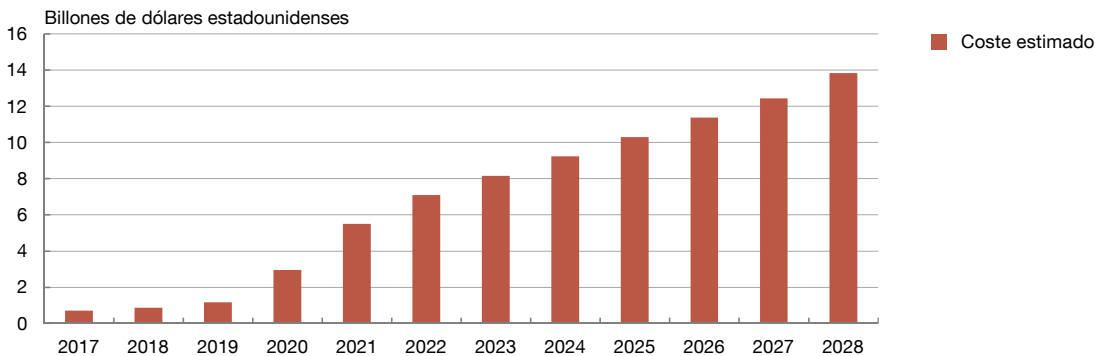
21 JERS. (2020). “*The making of a cyber crash*”. ESRB Occasional Paper Series, 16.

22 Véase el informe de la JERS *Mitigating systemic cyber risk*, del 27 de enero de 2022.

Gráfico T.2

**El coste estimado del cibercrimen a nivel mundial se ha incrementado cerca de un orden de magnitud en los últimos cinco años y se espera que esta tendencia creciente se mantenga**

T.2.a Estimación del coste del cibercrimen a escala mundial



FUENTE: Statista; Statista Technology Market Insights.

## T.2 El impacto del ciberriesgo

### T.2.1 Principales ciberamenazas

**Existen diferentes tipos de actores de ciberamenazas, que varían en sus motivaciones, la sofisticación de los ataques y el impacto que generan.** Los atacantes aficionados<sup>23</sup> y los activistas<sup>24</sup> normalmente buscan notoriedad y suelen realizar ataques menos sofisticados y de impacto bajo o moderado. En cuanto a los denominados *insiders*<sup>25</sup>, suelen tener como motivación la venganza o el espionaje por cuenta de otros; su conocimiento de la compañía y su facilidad de acceso los hace potencialmente peligrosos, aunque no siempre cuentan con capacidades técnicas elevadas. Sin embargo, existen otros tipos de atacantes con capacidades técnicas muy sofisticadas y capaces de producir impactos muy importantes, con motivaciones estrictamente económicas o geopolíticas.

**Los ciberataques atribuidos al crimen organizado, que persiguen un beneficio económico, no cesan de incrementarse en todo el mundo.** Esto está suponiendo un coste creciente (véase gráfico T.2). La legislación existente está mayormente confinada a un entorno físico y con soberanías territoriales bien definidas, lo que la hace de difícil aplicación al mundo digital. Existen, además, enormes diferencias entre jurisdicciones y los acuerdos globales para perseguir este tipo de crimen son prácticamente inexistentes. Esta situación, unida a la dificultad de la atribución de los delitos a sus responsables, convierten los ciberataques en un delito con escaso riesgo para el criminal y que supone un elevado coste para las entidades y los individuos afectados.

<sup>23</sup> También llamados *script kiddies*.

<sup>24</sup> Se suelen denominar *hacktivistas*.

<sup>25</sup> En este contexto, un *insider* es un empleado que actúa con fines maliciosos contra su compañía.

**Se ha observado también un incremento de los ciberataques con motivaciones geopolíticas.** Los objetivos y las técnicas utilizadas varían de unos a otros. Así, por ejemplo, como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania, partidarios de ambos bandos han lanzado numerosos ataques de denegación de servicio<sup>26</sup> contra administraciones públicas y compañías de los países que apoyaban al bando contrario, para generar inestabilidad y dificultar todo tipo de actividad en ellos, incluida la financiera. Otras veces se trata de grupos respaldados por Estados que buscan monetizar sus ataques<sup>27</sup> mediante la realización de transferencias fraudulentas<sup>28</sup>, el robo de criptodivisas<sup>29</sup> o la obtención de un rescate a cambio de devolver a sus víctimas la información cifrada por los atacantes y no divulgarla (*ransomware*)<sup>30</sup>. Otra vía utilizada por los atacantes para conseguir financiación es el robo de datos, y cada vez son más frecuentes los ciberataques financiados por Estados dirigidos a la obtención de información sensible que pueda ser de utilidad económica o política.

**Han crecido el número y la sofisticación de los ciberataques contra proveedores del sistema financiero, realizados por los atacantes con mayores capacidades técnicas.** Algunos ataques se limitan a explotar vulnerabilidades existentes en los productos de *hardware* o *software* de estos proveedores<sup>31</sup>. Otros, más sofisticados, alteran dichos productos para introducirles debilidades que luego puedan ser explotadas<sup>32</sup>. A pesar del tiempo y de los recursos necesarios para preparar y ejecutar una operación de estas características, los atacantes pueden conseguir llegar a miles de organizaciones y empresas a través de un único punto de entrada, multiplicando extraordinariamente la eficacia y eficiencia de su ataque.

## T.2.2 Ciberincidentes y pérdidas

### *Volúmenes de ciberincidentes*

**En términos globales, el número de ciberincidentes no ha parado de crecer en los últimos años, con un repunte especialmente relevante de los de naturaleza maliciosa tras la pandemia de COVID-19.** Como cabría esperar, el incremento de la digitalización tanto en empresas como en particulares y organismos públicos ha supuesto un aumento

26 Un ataque de denegación de servicio consiste en inundar de peticiones un sitio web hasta dejarlo inoperativo.

27 Informe del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas (2019).

28 Por ejemplo, el ataque al Bangladesh Bank (banco central de Bangladés) en 2016, en el que se realizaron transferencias fraudulentas a través de SWIFT por valor de más de 80 millones de dólares. Véase noticia de prensa.

29 Por ejemplo, se estima que el grupo Lazarus, asociado al Gobierno de Corea del Norte, fue responsable del 20 % de los robos de criptoactivos durante 2023, más de 300 millones de dólares. Véase noticia de prensa.

30 Un *ransomware* es un tipo de programa dañino que restringe el acceso a determinadas partes o archivos del sistema operativo infectado y pide un rescate a cambio de quitar esta restricción. En numerosas ocasiones dicho rescate consiste en una cantidad de criptomonedas.

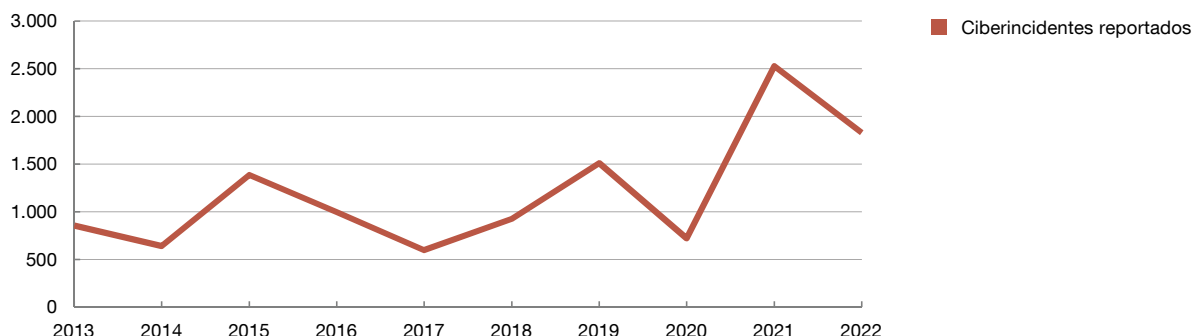
31 Hay numerosos ejemplos, se puede citar la explotación de una vulnerabilidad en el software comercial de transferencia de ficheros MOVEit por parte del grupo de ransomware CIOp, que afectó a miles de organizaciones en todo el mundo en 2023. Véase noticia de prensa.

32 El caso paradigmático es el de SolarWinds. En diciembre de 2020 se descubrió que un software distribuido por la compañía había sido alterado por un grupo de ciberatacantes para que les permitiera acceso a todos los clientes que usaban este producto. Entre los miles de afectados se encontraban numerosas agencias federales estadounidenses, así como la OTAN, el Parlamento Europeo, compañías como Microsoft, y otras. Véase noticia de prensa.

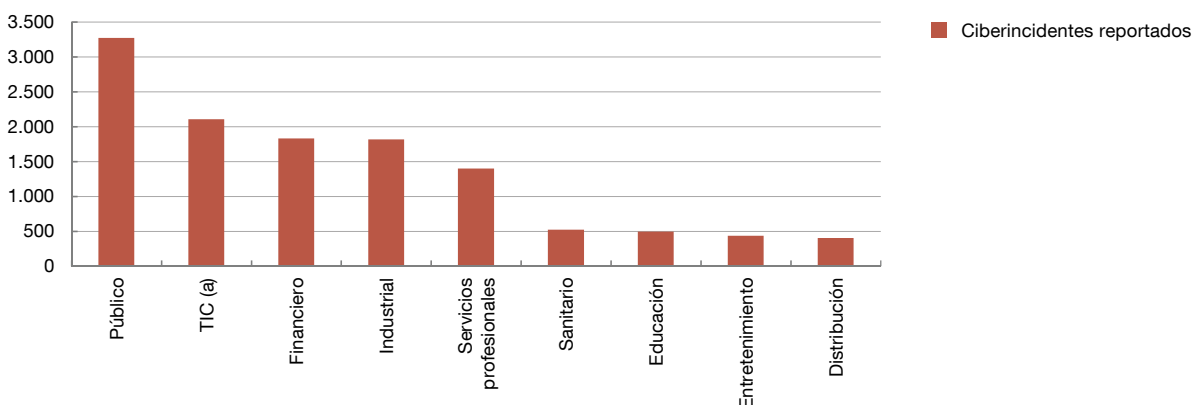
Gráfico T.3

**El sector financiero continúa siendo, a escala global, uno de los que más ciberincidentes tiene. El número anual de ciberincidentes reportado en el sector financiero sigue una tendencia creciente, habiendo visto duplicado su número entre 2018 y 2022**

T.3.a Número global de ciberincidentes en el sector financiero



T.3.b Número global de ciberincidentes en 2022 por sector



FUENTE: Verizon, Data Breach Investigations Report 2023.

a Tecnologías de la información y de la comunicación.

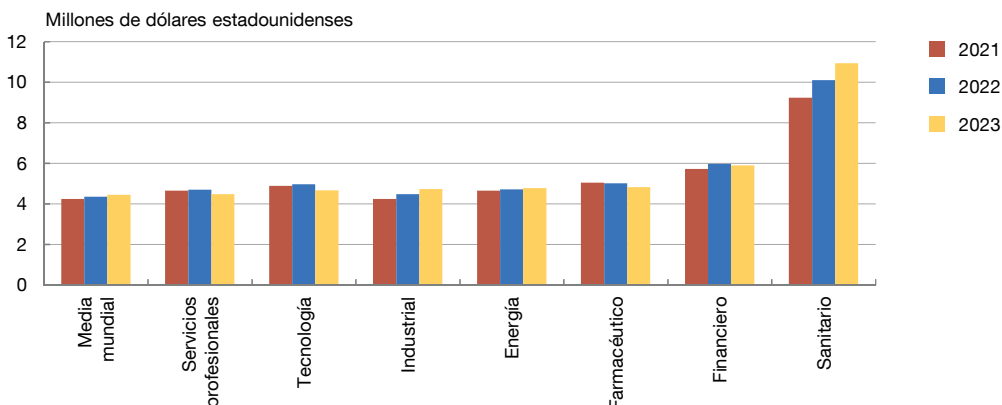
continuado de los ciberincidentes. Por ejemplo, se puede observar que el abrupto incremento del uso de la tecnología en el contexto de la irrupción de la pandemia de COVID-19 generó un significativo aumento global en el número de ciberincidentes reportados en el sistema financiero (véase gráfico T.3.a). Si bien tras el pico de la pandemia el aumento se ha moderado, cabe esperar que la tendencia siga siendo ascendente en el futuro.

**El sistema financiero se sitúa entre los más atacados.** Esta elevada prevalencia relativa de ciberincidentes en el sistema financiero (véase gráfico T.3.b) se mantiene a pesar de que, puntualmente, otros sectores puedan acaparar los ataques. Por ejemplo, el sector sanitario se situó entre los más atacados durante la pandemia de COVID-19 y en 2022 las administraciones públicas fueron el principal objetivo, en un contexto de tensiones geopolíticas (véase gráfico T.3.b).

Gráfico T.4

**El coste medio para el sector financiero de los ciberincidentes con filtración de datos es el segundo más alto a escala global, solo superado por el sector sanitario**

T.4.a Coste medio de un ciberincidente con filtración de datos por sector



FUENTES: IBM, Ponemon Institute, *Cost of Data Breach Report 2023*.

### Pérdidas

**Las pérdidas asociadas a un ciberincidente pueden variar considerablemente en función de distintos factores.** Como se ha visto anteriormente, por su potencial para generar un mayor impacto, los ciberincidentes maliciosos normalmente llevan asociado un mayor volumen de pérdidas para la entidad. Las filtraciones de información son uno de los ciberataques más frecuentes y con más pérdidas asociadas para una entidad. El coste medio de este tipo de incidentes para las entidades aumenta cada año, situándose en 4,45 millones de dólares en 2023 a escala global<sup>33</sup>. El sistema financiero, además de ser de los más atacados, se encuentra entre los que mayor coste medio soporta para los ciberincidentes de filtración de datos, 5,9 millones de dólares en 2023 (véase gráfico T.4).

### Los ciberseguros como mitigante parcial

**La transferencia del riesgo es una estrategia con alcance limitado en el caso del ciberriesgo.** Las pólizas para cubrir el ciberriesgo, también conocidas como «ciberseguros», tienen un efecto limitado, ya que las coberturas financieras que ofrecen pueden no ser suficientes para mitigar el impacto de un ciberincidente. Por ejemplo, el cobro de una indemnización no puede cubrir algunos de los impactos más importantes de un *ransomware*, como es la parada de los sistemas infectados de una entidad, que debe ser resuelta con la mayor rapidez posible.

<sup>33</sup> Véase el informe de IBM *Cost of a Data Breach Report 2023*.

**Adicionalmente, se han endurecido las condiciones para los ciberseguros a escala global.** El sector asegurador comenzó a cubrir el ciberriesgo sin información histórica ni conocimiento suficiente para estimar correctamente las primas. A esto se le sumó el gran incremento de la frecuencia e impacto de los ciberincidentes, lo que trajo consigo un aumento de los siniestros de ciberseguros comunicados; por ejemplo, cuadruplicándose en España entre 2017 y 2020<sup>34</sup>. Este incremento, sumado a unas primas bajas, tuvo un impacto negativo en la rentabilidad de este tipo de seguros. Las compañías aseguradoras han reaccionado en los últimos años endureciendo las condiciones de renovación, incrementando las primas o añadiendo clausulado especial para excepcionar de las coberturas circunstancias como *ransomware* o guerras.

## T.3 Gestionar el ciberriesgo para alcanzar la resiliencia individual y sistémica

### T.3.1 Buenas prácticas, regulación y supervisión

**La discusión sobre el ciberriesgo en el sistema financiero ocupa un lugar relevante en la agenda de numerosos organismos internacionales.** En paralelo al incremento de la digitalización de toda la actividad económica y del consecuente aumento de la exposición al ciberriesgo, estos organismos internacionales han emitido buenas prácticas, informes y herramientas. Entre los trabajos más relevantes de los últimos años para el sistema financiero, el FSB publicó la mencionada taxonomía *Cyber Lexicon*, así como unas prácticas efectivas para la respuesta y recuperación ante ciberincidentes<sup>35</sup>, y está actualmente trabajando en un formato común para su notificación<sup>36</sup>.

**En este ámbito destaca la emisión por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea de los Principios de Resiliencia Operacional<sup>37</sup>.** Estos tienen el propósito de reforzar la capacidad de los bancos de resistir el impacto de eventos operacionales que pueden causar interrupciones de sus servicios críticos. El Comité señala que los bancos deben asumir como hipótesis de trabajo que este tipo de eventos ocurrirán y definir su nivel de tolerancia a la interrupción. Los principios abarcan tanto medidas preventivas y de anticipación como otras encaminadas a la respuesta y recuperación cuando se produce la interrupción en servicios críticos. Estos principios cubren aspectos de i) gobernanza, ii) gestión de riesgos operacionales e identificación continua de amenazas, iii) identificación de interconexiones e interdependencias, iv) gestión de terceras partes, v) continuidad de negocio, vi) gestión de incidentes y vii) gestión de la tecnología, incluida la ciberseguridad. Desde su publicación, las jurisdicciones han trabajado para incorporar estos principios a su marco

34 Según el *IV Estudio Anual de Aon sobre Ciberseguridad y Gestión del Riesgo Ciber en España 2023*, entre 2017 y 2020 el número de siniestros de ciberseguros comunicados en España se cuadruplicó.

35 Véase el informe del FSB *Effective Practices for Cyber Incident Response and Recovery*, de octubre de 2020.

36 Véase el informe del FSB *Format for Incident Reporting Exchange (FIRE)*, de abril de 2023.

37 Véase *Principles for Operational Resilience*, de marzo de 2021

regulatorio y su práctica supervisora, y los bancos avanzan en adaptar a los mismos sus políticas, estrategias y marcos de gestión<sup>38</sup>.

**En el panorama regulatorio internacional se ha iniciado también una discusión sobre si el capital financiero es una medida adecuada para mitigar los ciberriesgos<sup>39</sup>.** Por ejemplo, en el escenario de una entidad afectada por un ataque de *ransomware* que cifrara todos sus sistemas críticos, la supervivencia de la entidad dependería de tener o no medidas técnicas que le permitieran recuperarse. El capital financiero no sería el principal elemento de resiliencia en este caso, aunque podría afectar a la capacidad de financiar el despliegue de estas medidas técnicas. En eventos menos extremos, con una pérdida parcial de los sistemas, el beneficio relativo de una mayor solvencia puede ser mayor, al disponer las entidades de más opciones de acción, que requieren de su correspondiente financiación. En cualquier caso, es necesario valorar si la resiliencia adicional frente a ciberriesgos que puede aportar una cierta cantidad de capital financiero puede alcanzarse de forma más eficiente mediante la acumulación de más recursos tecnológicos. Más aún, algunos expertos dudan sobre si los riesgos asociados a la tecnología deberían ser o no una subcategoría del riesgo operacional, dado su carácter transversal a todas las actividades, hecho que se ha exacerbado en paralelo al avance del proceso de transformación digital.

**La regulación y la supervisión actúan como catalizadores para que las entidades financieras gestionen adecuadamente el ciberriesgo.** Por ello, numerosas jurisdicciones, como la UE, el Reino Unido<sup>40</sup>, Estados Unidos<sup>41</sup> o Australia<sup>42</sup> han desarrollado marcos regulatorios y supervisores, así como herramientas en este ámbito.

**En la UE, hemos asistido a una intensa actividad regulatoria en materia de ciberriesgos.** La publicación en 2016 de la directiva NISD, relativa a las medidas destinadas a garantizar un elevado nivel común de seguridad de las redes y sistemas de información, fue una clara apuesta de la UE para mejorar la ciberseguridad en todos los sectores críticos de un país, incluyendo las entidades de crédito y las infraestructuras de mercado. Esta directiva ha sido revisada y sustituida por la NIS2, que extiende aún más su ámbito de aplicación y que deberá estar transpuesta por los Estados miembros no más tarde de octubre de 2024. Podemos citar otras normas recientes como la Directiva sobre la resiliencia de las entidades críticas<sup>43</sup>, el Reglamento de ciberseguridad<sup>44</sup> o el futuro Reglamento de ciberresiliencia<sup>45</sup>.

---

38 Véase *BCBS Supervisory newsletter on the adoption of POR and PSMOR*, de noviembre de 2023.

39 L. F. Signorini. (2021). "Implementing Basel III in the EU: remaining challenges and timing". *Eurofi Magazine*.

40 Véase *Operational Resilience of the financial sector* del Banco de Inglaterra.

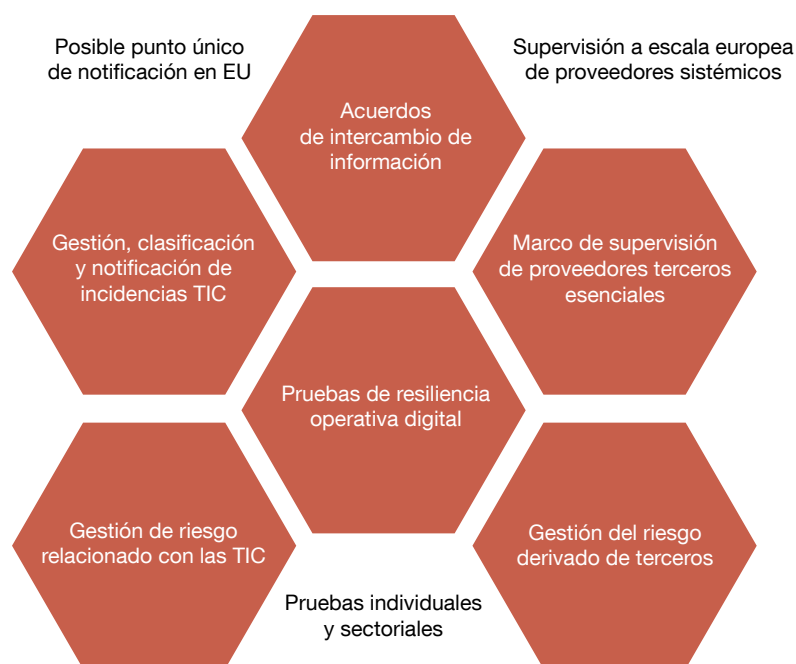
41 Véase *Cybersecurity and Financial System Resilience Report, CISA Cyber Resilience Review, NIST Cybersecurity Framework*.

42 Véase Council of Financial Regulators. *Cybersecurity*.

43 *Directiva UE 2022/2557* del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de diciembre de 2022 relativa a la resiliencia de las entidades críticas y por la que se deroga la Directiva 2008/114/CE del Consejo.

44 *Reglamento (UE) 2019/881* del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2019, relativo a ENISA (Agencia de la Unión Europea para la Ciberseguridad) y a la certificación de la ciberseguridad de las tecnologías de la información y la comunicación y por el que se deroga el Reglamento (UE) n° 526/2013 («Reglamento sobre la Ciberseguridad»).

45 *Propuesta de Reglamento de ciberresiliencia*.



FUENTE: Banco de España

**El sistema financiero de la UE es el que dispone de mayor cantidad de regulación específica de los ciberriesgos.** Entre otras normas sectoriales podemos citar las *Directrices sobre la evaluación del riesgo de TIC* [tecnologías de información y comunicación] en el marco del PRES [Proceso de Revisión y Evaluación Supervisora]<sup>46</sup>, de 2017, y las *Directrices sobre gestión de riesgos de TIC y de seguridad*<sup>47</sup> de la EBA, que se constituyeron en un referente desde su publicación. Las relaciones con terceras partes también han sido foco de atención de la EBA, que publicó en 2019 sus *Directrices sobre externalización*<sup>48</sup>. En el ámbito de las infraestructuras de mercado, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en 2018 sus expectativas de ciberresiliencia<sup>49</sup>, sobre la base de las directrices publicadas en 2016 por CPMI-IOSCO.

**El Reglamento DORA supondrá un punto de inflexión para la ciberresiliencia del sistema financiero en la UE a partir de su aplicación en enero de 2025.** DORA forma parte de la estrategia de finanzas digitales de la Comisión Europea, y su objetivo es mitigar los riesgos asociados a la digitalización y mejorar la resiliencia del sistema financiero europeo. Contiene requerimientos para todas las entidades financieras sobre la gestión de los riesgos asociados

46 Directrices sobre la evaluación del riesgo de TIC en el marco del proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) (EBA/GL/2017/05).

47 Directrices de la EBA sobre gestión de riesgos de TIC y de seguridad (EBA/GL/2019/04).

48 Directrices sobre externalización (EBA/GL/2019/02).

49 Véase el informe del BCE de 2018 *Cyber Resilience Oversight Expectations*.

a la tecnología, la gestión y la notificación a los supervisores de incidentes tecnológicos, la realización de pruebas sobre la resiliencia de los sistemas, y la gestión de sus relaciones con terceras partes (véase el esquema T.1).

**DORA, además de su alcance microprudencial, también trata algunos aspectos de la dimensión sistémica de los ciberriesgos.** Así, fomenta el intercambio de información entre instituciones y establece mecanismos de cooperación entre autoridades dentro y fuera del sistema financiero (tanto supervisoras como de otro tipo, tales como agencias de seguridad); ordena un estudio de la viabilidad de un punto único de notificación de incidentes para todas las entidades financieras europeas, y establece un marco de vigilancia sobre aquellos proveedores tecnológicos que sean críticos para el sistema financiero europeo.

**En el ámbito de la supervisión microprudencial, las autoridades financieras del sector bancario europeo han incorporado el ciberriesgo tanto al seguimiento continuo y las inspecciones *in situ* de las entidades como a las actividades horizontales.** Para ello, se han dotado de recursos especializados y han establecido metodologías y procedimientos de trabajo adaptados a las particularidades de este riesgo. Adicionalmente, la mayor parte de ellas han establecido requerimientos de notificación de ciberincidentes relevantes con el fin de detectar lo antes posible eventos adversos que pudieran requerir algún tipo de intervención por parte de las autoridades.

**Además del enfoque estrictamente supervisor, muchas autoridades han establecido marcos de pruebas de ciberresiliencia basadas en inteligencia de amenazas.** Estas pruebas tratan de simular un ciberataque sofisticado, y lo más realista posible, sobre los sistemas en producción de una entidad, apoyándose en información de inteligencia sobre los atacantes más probables y sus técnicas y procedimientos. Se trata de valorar las capacidades técnicas, humanas y organizativas de las instituciones para detectar el ataque y reaccionar ante él, sin que los equipos de defensa sean informados previamente de que hay una prueba en curso. La autoridad realiza en todo momento el seguimiento de la prueba para verificar que se cumplen los requisitos del marco. En el caso de la UE, 16 jurisdicciones, entre las que se incluye España, han adoptado ya el marco de pruebas del BCE, TIBER-EU<sup>50</sup>.

### **T.3.2 Gestión del ciberriesgo en las entidades financieras**

**Como respuesta al incremento del volumen y sofisticación de las ciberamenazas, así como a las exigencias regulatorias y supervisoras, las entidades financieras se esfuerzan en mejorar su gestión del ciberriesgo.** Muchas de ellas se apoyan en estándares y buenas prácticas de mercado, así como, en ocasiones, en consultoras especializadas, para evolucionar sus medidas técnicas y mejorar su ciberresiliencia. Esto implica trabajar tanto en los aspectos preventivos y las capacidades de detección como en los procedimientos y soluciones que serán necesarios para responder a un ciberincidente y, si es necesario,

---

50 Véase la información del BCE sobre el [marco TIBER-EU](#).

recuperarse de su impacto. Dada la complejidad de los sistemas de las entidades y el rápido ritmo de evolución de la tecnología, sostener este esfuerzo en el tiempo supone un reto para muchas, lo que produce niveles de ciberresiliencia heterogéneos.

**Las entidades financieras han evolucionado hacia un enfoque más holístico, que pone el foco no solo en la tecnología, sino también en el factor humano y en los aspectos organizativos.** Así, a la constante evolución y mejora de las medidas técnicas se ha añadido un significativo esfuerzo de formación y concienciación de sus empleados en materia de ciberseguridad, para tratar de evitar que se conviertan en los vectores de entrada utilizados por los atacantes. Del mismo modo, en los últimos años se observa un mayor conocimiento y comprensión del ciberriesgo entre la alta dirección de las entidades, así como un fortalecimiento de la segunda y la tercera línea de defensa en esta materia, es decir, de las funciones de gestión de riesgos y cumplimiento y la función de auditoría, respectivamente.

**En esa misma línea, las entidades financieras han trabajado para concienciar a sus clientes de la importancia de la ciberseguridad.** La digitalización de los servicios financieros ha generado un desplazamiento del fraude tradicional hacia los canales digitales, utilizando técnicas de ingeniería social para engañar a los clientes. Las entidades realizan frecuentes campañas de formación y concienciación para ayudar a los clientes a detectar y evitar este tipo de ataques, así como a custodiar y proteger sus credenciales y sus dispositivos, pero esto no es suficiente. Se requiere también la colaboración de otros actores, como los proveedores de telecomunicaciones, por ejemplo, para prevenir ataques basados en la duplicación fraudulenta de tarjetas SIM o campañas de *phishing*.

**La ciberresiliencia obliga a establecer como hipótesis de trabajo que los ciberincidentes ocurrirán y que pueden producir interrupciones en los servicios críticos, de las que será necesario recuperarse.** Por ello, las entidades establecen y prueban sus planes de continuidad de negocio y contingencia tecnológica, que contemplan diversos escenarios adversos, incluidos los ciberataques. Asimismo, llevan a cabo simulaciones de gestión de crisis para probar si los procedimientos establecidos son adecuados a lo largo de la evolución del incidente que se simula. Algunos de estos ejercicios toman en consideración la concentración en los sectores de proveedores tecnológicos, en particular de servicios en la nube, y la limitación que esto impondría en términos de posibilidad de sustitución ante incidentes.

### **T.3.3 Evaluación y gestión del riesgo sistémico vinculado a ciberriesgos**

#### *De lo individual a lo sistémico*

**En los últimos años, las autoridades financieras han comenzado a poner también el foco en las implicaciones sistémicas del ciberriesgo.** Si bien inicialmente los enfoques regulatorio y supervisor se centraban en la gestión y evaluación del ciberriesgo a nivel individual, el aumento de la dependencia tecnológica del sector, así como del número de

ciberincidentes y su impacto, han hecho necesario abordar el ciberriesgo desde una perspectiva sistémica. Aunque las primeras publicaciones sobre la vertiente sistémica del ciberriesgo son anteriores a 2020<sup>51</sup>, a partir de ese año se produce un incremento significativo de los trabajos en la materia.

**La JERS creó en 2017 un grupo de trabajo específico para el estudio del potencial impacto del ciberriesgo en la estabilidad financiera, el European Systemic Cyber Group (ESCG).** Fruto del trabajo de este grupo, la JERS ha publicado distintos informes que analizan el modelo de propagación del impacto de ciberincidentes que puedan poner en peligro la estabilidad financiera<sup>52</sup> y proponen herramientas para la evaluación y mitigación del ciberriesgo sistémico<sup>53,54</sup>.

**Los diferentes trabajos y análisis que se han realizado sobre el aspecto sistémico del ciberriesgo comparten una serie de conclusiones relevantes.** En primer lugar, la complejidad de evaluar el ciberriesgo y su impacto a nivel sistémico. La cuantificación de impactos es difícil incluso a nivel de una entidad individual, pero la complejidad aumenta en mucha mayor medida al tratar de hacerlo a nivel sistémico. Otro aspecto destacado es la necesidad de que las autoridades dispongan de planes de respuesta ante ciberincidentes sistémicos y someterlos a revisiones y pruebas periódicas. Por último, garantizar una buena coordinación entre autoridades se percibe como un elemento crucial para la gestión de los ciberincidentes sistémicos.

### *Iniciativas más recientes*

**En la UE una parte importante de las iniciativas más recientes relacionadas con el componente sistémico del ciberriesgo se centran en la medición de su impacto.** Podemos destacar en este ámbito algunos de los trabajos de la JERS, como el desarrollo del concepto de *Systemic Impact Tolerance Objective* (SITO)<sup>55</sup>, cuya estimación y análisis para distintas funciones económicas puede ayudar en la compleja tarea de evaluar el ciberriesgo a nivel sistémico. Por ser de aplicación a nivel macroprudencial, los SITO se diferencian de otros conceptos anteriores en el ámbito de la resiliencia y el riesgo tecnológico, como los *Recovery Time Objective* (RTO), medidas estas últimas que representan el tiempo durante el cual una organización individual puede tolerar la falta de funcionamiento de sus sistemas y la caída del nivel de servicio asociada sin que se vea afectada la continuidad del negocio.

**Los SITO definen un conjunto de condiciones para las que el sistema financiero en su conjunto no es capaz de absorber el impacto de un ciberincidente sistémico.** Establecer

---

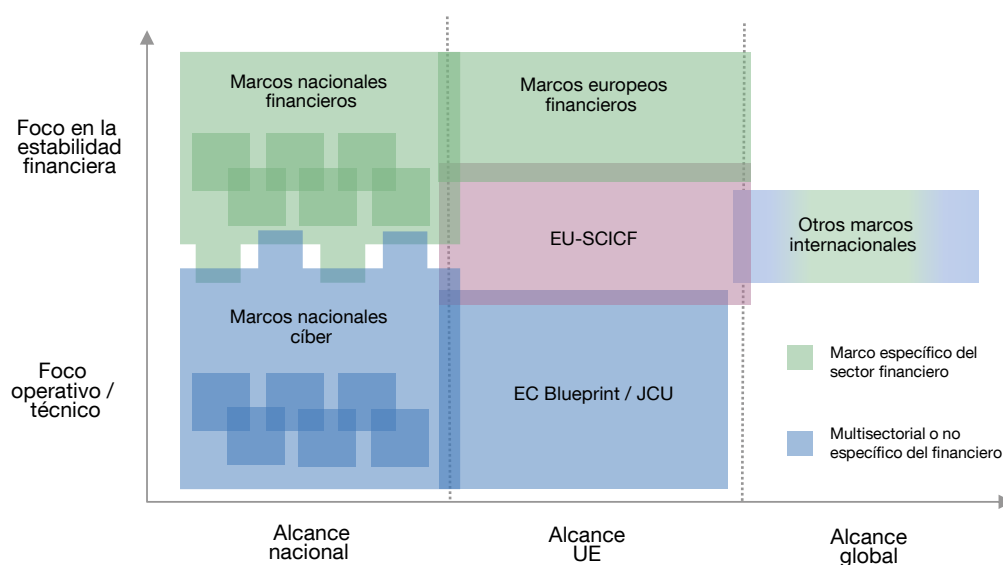
51 Por ejemplo, *Cyber Security & Financial Stability: How cyber-attacks could materially impact the global financial system* (2017), *Cyber Risk, Market Failures, and Financial Stability* (2017), *The Future of Financial Stability and Cyber Risk* (2018), *Cyber Risk Scenarios, the Financial System, and Systemic Risk Assessment* (2019).

52 Véase el informe de la JERS *Systemic cyber risk*, del 19 de febrero de 2020.

53 Véase el informe de la JERS *Mitigating systemic cyber risk*, del 27 de enero de 2022.

54 Véase el informe de la JERS *Advancing macroprudential tools for cyber resilience*, del 14 de febrero de 2023.

55 Véase el informe de la JERS *Advancing macroprudential tools for cyber resilience*, del 14 de febrero de 2023.



FUENTE: European Systemic Risk Board. (2022)., Mitigating systemic cyber risk (2022).

estas medidas ayudará a las autoridades a entender las condiciones en las que se puede desencadenar una crisis durante la evolución de un ciberincidente sistémico. Igualmente, contribuirían a establecer umbrales inferiores, de condiciones menos graves, pero asociadas a un cierto nivel de deterioro, para reaccionar y tratar de mitigar los impactos antes de que desemboquen en una crisis de más amplio alcance. Para una función económica determinada, un SITO podría estar definido con base en el número de operaciones afectadas, su valor en euros, la duración del ciberincidente o el número de entidades y jurisdicciones afectadas. De esta forma, en la medida en que un ciberincidente se extendiera a distintas entidades y jurisdicciones (por ejemplo, si todas usaran una misma aplicación que ha sido comprometida por cibercriminales), y su duración fuera potencialmente mayor, se verían afectadas más operaciones y, consecuentemente, el valor en euros. Esto incrementaría el impacto agregado del ciberincidente y se podría llegar a un punto en el que la estabilidad financiera se viera comprometida. La elevada concentración de los proveedores tecnológicos, al limitar las posibilidades de sustitución ante fallos en algunos de ellos, elevaría la probabilidad y velocidad con la que, en determinadas circunstancias, se pueden alcanzar los umbrales SITO, y así la valoración supervisora de estos.

**La operacionalización de los SITO plantea algunos retos conceptuales.** La JERS ha proporcionado algunos principios para guiar esta tarea. En particular, los SITO deberían reflejar impactos en todas las funciones económicas que pueden verse afectadas por los ciberriesgos y reconocer las interrelaciones entre estas funciones y entre jurisdicciones y sectores de actividad económica. Estas métricas deberían capturar la distinta gravedad y duración de los eventos, y ser también fácilmente comunicables y revisarse periódicamente.

**Muy relevante también es la recomendación de la JERS para el establecimiento de un marco pan-europeo de coordinación en caso de ciberincidentes sistémicos (EU-SCICF, por sus siglas en inglés).** El objetivo es llenar el vacío detectado entre los marcos de gestión de ciberincidentes a escala europea que ponen el foco en la estabilidad financiera y aquellos específicamente centrados en la respuesta técnica y operativa (véase esquema T.2). El potencial alcance y la velocidad de contagio de los ciberincidentes sistémicos hacían necesario un marco que permitiera una reacción rápida y ágil de las autoridades financieras a escala europea, algo que no parece factible con los existentes actualmente.

**La JERS ha elaborado también un trabajo sobre escenarios de pruebas de ciberresiliencia<sup>56</sup> a nivel sistémico.** En su informe, la JERS plantea estas pruebas como una nueva herramienta para, entre otras cosas, permitir evaluar la capacidad del sistema financiero para absorber impactos provenientes de ciberincidentes sistémicos con potencial para afectar a la estabilidad financiera. Los escenarios de ciberriesgos para estas pruebas están centrados en cuestiones operativas; difieren así de los escenarios macrofinancieros utilizados en las pruebas de resistencia tradicionales y pueden proporcionar un marco para combinar distintas herramientas y capacidades existentes para gestionar los ciberriesgos.

**Por otra parte, el Reglamento DORA anima a las autoridades a organizar ejercicios de gestión de crisis y contingencia que incluyan escenarios de ciberataques.** El objetivo es hacer posible gradualmente una respuesta coordinada eficaz a escala de la UE. El BCE está ejecutando en 2024 una prueba de resistencia sobre ciberresiliencia<sup>57</sup> en todas sus entidades supervisadas. También la ejecución de ejercicios sectoriales por parte de autoridades<sup>58</sup> y la industria<sup>59</sup> es ejemplo de la relevancia de estas pruebas.

### *Herramientas macroprudenciales y otras intervenciones sistémicas de las autoridades financieras frente a ciberriesgos*

**Las herramientas macroprudenciales contempladas en la normativa vigente del sector bancario no han sido diseñadas específicamente para hacer frente a amenazas externas no financieras, como los ciberriesgos.** No obstante, las potenciales consecuencias disruptivas<sup>60</sup> de un ciberincidente para el conjunto del sistema financiero podrían llegar a justificar la liberación de colchones de capital macroprudenciales previamente acumulados, a fin de facilitar que las entidades puedan continuar con la provisión de crédito a la economía. Así, el instrumental macroprudencial podría ser susceptible de adaptación para hacer frente

56 *Cyber Resilience Scenario Testing (CyRST).*

57 Véase la nota de prensa del BCE *ECB to stress test banks' ability to recover from cyberattack.*

58 Por ejemplo los ejercicios llevados a cabo por el Banco de Inglaterra junto con la industria (SIMEX), *SIMEX 22 – A two-day market wide simulation exercise to test the UK financial sector's resilience to a major operational disruption.*

59 Por ejemplo los ejercicios organizados en España por el Centro de Cooperación Interbancaria o el ISMS Forum *ISMS Forum pone a prueba las capacidades de ciberresistencia de 35 compañías españolas a través de los Ciberejercicios Multisectoriales.*

60 Más allá de las dificultades operativas iniciales que pueden causar, los ciberincidentes también merman como consecuencia de estas la rentabilidad de las entidades financieras y, potencialmente, su liquidez y solvencia. Así, en el periodo posterior a un ciberincidente, la oferta de crédito podría verse perjudicada.

a ciberriesgos. Por ejemplo, el uso del colchón contra riesgos sistémicos podría permitir discriminar entre entidades bancarias en función de su grado de sistemicidad tecnológica. Todo ello podría contribuir a limitar la ocurrencia de eventos sistémicos y consiguientes fenómenos de contagio. Esta es, no obstante, una cuestión cuyo análisis se encuentra en una fase muy preliminar y requiere todavía de un esfuerzo de investigación notable para poder adoptar recomendaciones de política más definidas.

**La materialización de ciberincidentes con un impacto financiero notable puede exigir el despliegue de instrumentos financieros para la gestión de crisis.** La gestión de una crisis financiera, con independencia de su origen, puede abordarse con instrumentos ya existentes, como la garantía de depósitos, moratorias o inyecciones especiales de liquidez, adaptando, eso sí, las condiciones de su utilización al contexto tecnológico y de riesgo. Así, un ciberincidente podría provocar que una entidad viese limitada su operativa y causarle problemas de liquidez. La provisión de liquidez por parte de los bancos centrales a las entidades solventes pero que, a causa del ciberincidente, han dejado de tener liquidez podría permitir a las entidades continuar con su actividad, ayudando a mitigar el riesgo que el incidente pudiera implicar sobre la estabilidad financiera y permitiendo continuar con la prestación del servicio a la economía.

**En el mismo sentido, los marcos de resolución de las entidades bancarias también pueden ser efectivos en estos escenarios.** Los planes de resolución y recuperación, aunque no están diseñados específicamente para estas situaciones, pueden ser adaptados para asegurar la continuidad de las funciones críticas de las entidades que pudieran estar afectadas por el incidente.

**Conviene destacar la necesidad de adaptar las condiciones de aplicación de los instrumentos financieros al contexto tecnológico de los riesgos<sup>61</sup>.** Las disrupciones simultáneas en los ámbitos operativo y financiero justifican enfoques combinados de actuación. La disponibilidad del capital tecnológico adecuado puede ser condición necesaria para poder aplicar recursos financieros tradicionales (por ejemplo, la liquidez de emergencia y el marco de resolución antes comentados) ante estos ciberincidentes. Este capital tecnológico se refiere al conjunto de *software*, *hardware*, conocimientos y personal especializado que permite gestionar de forma eficaz y eficiente los sistemas de información de las entidades y, en particular, garantizar su seguridad y ciberresiliencia. El incremento del capital tecnológico puede ser la opción más eficiente para limitar los ciberriesgos sistémicos, al reducir marcadamente su impacto financiero<sup>62</sup>. La inversión en la modernización y sustitución de sistemas de información *legacy*, provenientes de periodos pasados, es particularmente prioritaria en este sentido.

---

61 Véase José Ramón Martínez Resano. (2022). *Digital Resilience And Financial Stability. The Quest For Policy Tools In The Financial Sector*.

62 Por ejemplo, un ciberincidente que cause una parálisis completa del sistema financiero tiene un elevado coste económico por unidad de tiempo. La inversión en el capital tecnológico que reduzca su probabilidad de ocurrencia puede ser más eficiente, y factible, que la acumulación de capital equivalente a las pérdidas en estos tipos de incidentes.

**Dos posibles ejemplos que se han de explorar son la introducción de circuit-breakers y el recurso a mecanismos colectivos de apoyo entre las entidades que permitan al sistema en su conjunto compartir capital tecnológico.** La primera medida supone la interrupción de procesos en crisis tecnológicas y financieras simultáneas. Esta pausa permite recabar mayor información sobre el episodio de crisis y adaptar mejor a ella la respuesta operativa y financiera. La segunda permitiría implementar redundancia y seguridad en el sistema, haciendo así posible la reconducción colaborativa de procesos entre entidades en caso de fallo de una o, similarmente, el acceso a datos (*data vault*) comprometidos en un ciberataque individual.

## T.4 Conclusiones y perspectivas futuras

**La digitalización de la sociedad, la economía y el sistema financiero continuarán a un ritmo acelerado, lo que obligará a todos los actores en el sistema financiero, incluidas las autoridades supervisoras y regulatorias, a intensificar sus esfuerzos en materia de ciberriesgo.** Esta adaptación requerirá incorporar a las organizaciones los perfiles técnicos necesarios en un número suficiente, por lo que la captación y la retención del talento seguirán siendo un reto para el sector, especialmente para las entidades más pequeñas.

**El potencial de la inteligencia artificial brindará nuevas herramientas tanto a los ciberatacantes como a los equipos de defensa.** Las capacidades de generación de contenidos, tanto texto como voz o imágenes, facilitarán la suplantación de identidades y harán mucho más creíbles los ataques de ingeniería social. Asimismo, la inteligencia artificial puede ayudar a la creación de *malware* o a la optimización de los ataques. Por otro lado, permite a los equipos defensivos identificar de manera temprana las ciberamenazas, mediante el reconocimiento de patrones a partir del análisis de grandes volúmenes de información en tiempo casi real. También es posible automatizar parcialmente la respuesta, complementando así la labor de los analistas y acortando sustancialmente los tiempos de reacción.

**Las posibilidades que brinda la computación cuántica<sup>63</sup> hacen que a medio plazo una gran parte de los sistemas de cifrado actuales puedan ser vulnerados.** Esto afectaría a la confidencialidad de la información cifrada, incluyendo las copias de seguridad, por lo que los robos actuales de datos cifrados podrían proporcionar al atacante información descifrada en el futuro. Pero también afectaría a la mayor parte de los mecanismos de autenticación y, por tanto, a la integridad de la información, ya que se podrían crear credenciales falsas y obtener ilegítimamente claves privadas auténticas. De este modo, se podría llegar a la alteración de la historia legal mediante la manipulación de documentos firmados o la creación de documentos falsos con firmas válidas. Se está trabajando<sup>64</sup> ya en la creación de algoritmos criptográficos

63 *Quantum computing*, por su término en inglés. Este paradigma de computación utiliza las leyes de la mecánica cuántica para resolver problemas complejos que no pueden ser resueltos con sistemas clásicos.

64 Véase el concurso organizado por el *National Institute of Standards and Technology* estadounidense para establecer estándares de criptografía post-cuántica.

resistentes a la computación cuántica y en planificar la migración a dichos algoritmos de los elementos de *hardware*, *software* y servicios que usan criptografía potencialmente vulnerable.

**Desde la perspectiva de la ciberresiliencia del sistema financiero, hay iniciativas encaminadas a garantizar la recuperación de los datos críticos en caso de un incidente grave.** Las denominadas «estrategias de *data vaulting*» plantean el almacenamiento fuera de línea y fuera de las instalaciones de los datos que una entidad necesita para operar sus servicios críticos. El ejemplo más avanzado es *Sheltered Harbor*<sup>65</sup>, participado y apoyado por las principales asociaciones bancarias estadounidenses. Las entidades participantes envían su información encriptada y en un formato acordado a instalaciones de *data vaulting* comunes, de modo que, en caso de contingencia mayor sus datos puedan ser recuperados y procesados en una plataforma de recuperación. Los potenciales requisitos micro- y macroprudenciales sobre *data vaulting* podrían constituir un elemento útil para la regulación y supervisión de los ciberriesgos, pero esta es una cuestión todavía incipiente.

**La compartición de información de ciberamenazas y ciberincidentes es clave para mejorar las capacidades colectivas de defensa.** La información técnica sobre los datos de un ciberataque que ha tenido impacto en una entidad puede ayudar a otras a protegerse frente a un ataque similar. En el sistema financiero existen ya numerosos foros de intercambio de información, tanto específicos de la industria<sup>66</sup> como con participación de autoridades<sup>67</sup>. La posición central de estas últimas, que bajo DORA recibirán notificaciones de ciberincidentes de las entidades sobre las que tienen competencia, les permitirá devolver al sector información de utilidad.

**Del mismo modo, la realización de pruebas de ciberresiliencia y ejercicios de gestión de crisis sectoriales e incluso con participación de diversos sectores será también crítica en los próximos años.** Será necesario garantizar no solo la capacidad de respuesta y recuperación de cada entidad financiera, sino la del sistema en su conjunto, para lo que será imprescindible la realización de pruebas sectoriales que incluyan la participación de los proveedores relevantes. Idealmente, a futuro se deberían incorporar a estas pruebas otros sectores respecto a los que existen interdependencias operativas. La incorporación se realizaría de manera progresiva a medida que dichos sectores alcancen un nivel de madurez adecuado. Las autoridades tendrán que desempeñar un papel de coordinación fundamental en caso de una crisis, por lo que su impulso e implicación en la realización de estos ejercicios son claves.

**Es necesario seguir avanzando en la cuantificación y comprensión de los ciberriesgos para la estabilidad financiera y el potencial papel de las políticas macroprudenciales en su mitigación.** Las interconexiones financieras son un objeto complejo de análisis, y el proceso de digitalización ha extendido estas redes con nuevos actores, como son los

---

<sup>65</sup> Véase el sitio web *Sheltered Harbor*.

<sup>66</sup> Por ejemplo, *FS-ISAC*.

<sup>67</sup> Por ejemplo, la plataforma *CII SI-EU* (*Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative*).

proveedores tecnológicos. Esta transformación exige evaluar el potencial papel en la mitigación de ciberriesgos de las medidas macroprudenciales tradicionales (por ejemplo, cocherones de capital) y también en qué medida los requisitos sobre los recursos tecnológicos (por ejemplo, *data vaulting*, pruebas de resiliencia operacionales) pueden representar un sustituto más eficaz y eficiente de estas.



## Anejo 1

### Balance consolidado. Entidades de depósito

| Activo                                         | dic-23           | Var.<br>dic-23/dic-22 | Peso AT<br>dic-22 | Peso AT<br>dic-23 |
|------------------------------------------------|------------------|-----------------------|-------------------|-------------------|
|                                                | m€               | %                     | %                 | %                 |
| Caja y bancos centrales                        | 467.818          | 4,3                   | 11,0              | 11,3              |
| Entidades de crédito                           | 286.481          | 23,3                  | 5,7               | 6,9               |
| Crédito a las Administraciones Públicas        | 105.356          | -3,1                  | 2,7               | 2,5               |
| Crédito al sector privado                      | 2.306.344        | 0,0                   | 56,8              | 55,5              |
| Valores de renta fija                          | 592.091          | 8,0                   | 13,5              | 14,3              |
| Otros instrumentos de capital                  | 35.003           | 20,1                  | 0,7               | 0,8               |
| Participaciones                                | 22.199           | 1,0                   | 0,5               | 0,5               |
| Derivados                                      | 130.129          | -17,2                 | 3,9               | 3,1               |
| Activo material                                | 57.354           | -1,6                  | 1,4               | 1,4               |
| Resto del activo                               | 150.950          | 1,5                   | 3,7               | 3,6               |
| <b>Total activo</b>                            | <b>4.153.726</b> | <b>2,3</b>            | <b>100,0</b>      | <b>100,0</b>      |
| <i>PRO MEMORIA</i>                             |                  |                       |                   |                   |
| Financiación al sector privado                 | 2.370.923        | 0,4                   | 58,2              | 57,1              |
| Financiación a las Administraciones Públicas   | 586.258          | 4,7                   | 13,8              | 14,1              |
| Activos dudosos totales                        | 83.862           | 2,2                   | 2,0               | 2,0               |
| Ratio de morosidad total                       | 2,3              | 1,7 (b)               |                   |                   |
|                                                |                  |                       |                   |                   |
| Pasivo y patrimonio neto                       | dic-23           | Var.<br>dic-23/dic-22 | Peso AT<br>dic-22 | Peso AT<br>dic-23 |
|                                                | m€               | %                     | %                 | %                 |
| Depósitos de bancos centrales                  | 101.865          | -54,5                 | 5,5               | 2,5               |
| Depósitos de entidades de crédito              | 321.120          | 30,0                  | 6,1               | 7,7               |
| Depósitos de las Administraciones Públicas     | 133.716          | 5,6                   | 3,1               | 3,2               |
| Depósitos del sector privado                   | 2.509.472        | 3,1                   | 60,0              | 60,4              |
| Valores negociables y financiación subordinada | 499.525          | 12,9                  | 10,9              | 12,0              |
| Derivados                                      | 120.064          | -18,4                 | 3,6               | 2,9               |
| Provisiones (incluye pensiones)                | 21.755           | -4,0                  | 0,6               | 0,5               |
| Resto del pasivo                               | 175.190          | 8,3                   | 4,0               | 4,2               |
| <b>Total pasivo</b>                            | <b>3.882.706</b> | <b>2,0</b>            | <b>93,8</b>       | <b>93,5</b>       |
| <i>PRO MEMORIA</i>                             |                  |                       |                   |                   |
| Préstamo neto del Eurosistema (a)              | 27.860           | -85,6                 | 4,8               | 0,7               |
| Fondos propios                                 | 312.187          | 4,5                   | 7,4               | 7,5               |
| Intereses minoritarios                         | 12.477           | 2,2                   | 0,3               | 0,3               |
| Ajustes por valoración del patrimonio neto     | -53.645          | -6,6                  | -1,4              | -1,3              |
| <b>Total patrimonio neto</b>                   | <b>271.020</b>   | <b>6,9</b>            | <b>6,2</b>        | <b>6,5</b>        |
| <b>Total pasivo y patrimonio neto</b>          | <b>4.153.726</b> | <b>2,3</b>            | <b>100,0</b>      | <b>100,0</b>      |

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de diciembre de 2023.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

## Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada. Entidades de depósito

|                                                                        | dic-23  |                         | dic-22 | dic-23 |
|------------------------------------------------------------------------|---------|-------------------------|--------|--------|
|                                                                        | m€      | % var.<br>dic-23/dic-22 | % ATM  | % ATM  |
| Productos financieros                                                  | 204.239 | 59,8                    | 3,19   | 4,98   |
| Costes financieros                                                     | 108.490 | 119,1                   | 1,24   | 2,64   |
| Margen de intereses                                                    | 95.750  | 22,4                    | 1,95   | 2,33   |
| Rendimiento de los instrumentos de capital                             | 1.226   | 9,6                     | 0,03   | 0,03   |
| Margen de intermediación                                               | 96.976  | 22,2                    | 1,98   | 2,36   |
| Resultados de entidades por el método de la participación              | 3.947   | 17,1                    | 0,08   | 0,10   |
| Comisiones netas                                                       | 30.121  | 2,2                     | 0,73   | 0,73   |
| Resultado de operaciones financieras                                   | 5.280   | 14,2                    | 0,12   | 0,13   |
| Otros resultados de explotación (neto)                                 | -3.898  | 74,3                    | -0,06  | -0,09  |
| Margen bruto                                                           | 132.426 | 15,6                    | 2,86   | 3,23   |
| Gastos de explotación                                                  | 57.556  | 7,8                     | 1,33   | 1,40   |
| Margen de explotación                                                  | 74.869  | 22,4                    | 1,53   | 1,82   |
| Pérdidas por deterioros financieros                                    | 21.046  | 22,9                    | 0,43   | 0,51   |
| Otras dotaciones a provisiones (neto)                                  | 3.750   | 24,6                    | 0,08   | 0,09   |
| Otros resultados (neto)                                                | -5.370  | 4,7                     | -0,13  | -0,13  |
| Resultado antes de impuestos<br>(incluyendo actividades interrumpidas) | 44.702  | 24,4                    | 0,90   | 1,09   |
| Resultado neto                                                         | 32.470  | 27,7                    | 0,63   | 0,79   |
| <b>PRO MEMORIA</b>                                                     |         |                         |        |        |
| Resultado atribuido a la entidad dominante                             | 30.954  | 29,7                    | 0,60   | 0,75   |

FUENTE: Banco de España.

## 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: 5 de abril de 2024.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2024  
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 26000-2003

## SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

|           |                                                                                                                                                |            |                                                                                                                            |
|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AAPP      | Administraciones Públicas                                                                                                                      | IPC        | Índice de precios de consumo                                                                                               |
| ABE       | Autoridad Bancaria Europea                                                                                                                     | IRB        | <i>Internal Ratings Based models</i> (modelos internos de calificación para la valoración del riesgo de crédito)           |
| APR       | Activos ponderados por riesgo                                                                                                                  | IRS        | Indicador de riesgo sistémico                                                                                              |
| AT1       | <i>Additional Tier 1 Capital</i> (Capital adicional de nivel 1)                                                                                | ISFLSH     | Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares                                                                |
| ATM       | Activos totales medios                                                                                                                         | JERS       | Junta Europea de Riesgo Sistémico                                                                                          |
| BCBS      | Basel Committee on Banking Supervision                                                                                                         | JUR        | Junta Única de Resolución                                                                                                  |
| BCE       | Banco Central Europeo                                                                                                                          | LCR        | <i>Liquidity Coverage Ratio</i> (Ratio de cobertura de liquidez)                                                           |
| BPI       | Banco de Pagos Internacionales                                                                                                                 | LGD        | <i>Loss given default</i> (Pérdida en caso de impago)                                                                      |
| CBP       | Códigos de Buenas Prácticas                                                                                                                    | LSI        | <i>Less significant institutions</i> (Entidades menos significativas)                                                      |
| CBSB      | Comité de Basilea de Supervisión Bancaria                                                                                                      | LTP        | <i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)                        |
| CBT       | Central de balances trimestral                                                                                                                 | LTV        | Relación préstamo-valor                                                                                                    |
| CCA       | Colchón de capital anticíclico                                                                                                                 | m          | miles                                                                                                                      |
| CCC       | Colchón de conservación de capital                                                                                                             | MI         | Reglamento de Mercado de criptoactivos                                                                                     |
| CET1      | Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)                                                                                            | mm         | miles de millones                                                                                                          |
| CIR/CIRBE | Central de Información de Riesgos del Banco de España                                                                                          | MMSR       | <i>Money market statistical reporting</i> (Reglamento de Mercado de criptoactivos)                                         |
| CMU       | <i>Capital Markets Union</i> (Unión de Mercados de Capitales)                                                                                  | MPE        | Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE                                                                          |
| CNMV      | Comisión Nacional del Mercado de Valores                                                                                                       | MREL       | <i>Minimum required eligible liabilities</i>                                                                               |
| CoCo      | <i>Contingent Convertible bond</i> (bono convertible contingente)                                                                              | MUR        | Mecanismo Único de Resolución                                                                                              |
| COVID-19  | Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)                                                                                          | MUS        | Mecanismo Único de Supervisión                                                                                             |
| CPMI      | Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados                                                                                                  | NBER       | <i>National Bureau of Economic Research</i>                                                                                |
| CRD       | <i>Capital Requirements Directive</i>                                                                                                          | NSFR       | <i>Net Stable Funding Ratio</i> (Ratio de financiación estable neta)                                                       |
| CRR       | <i>Capital Requirements Regulation</i>                                                                                                         | NGEU       | Next generation European Union                                                                                             |
| DI        | Datos individuales                                                                                                                             | OEIS       | Otras entidades de importancia sistémica                                                                                   |
| DLT       | Distributed Ledger Technology                                                                                                                  | OIS        | <i>Overnight interest swap</i>                                                                                             |
| DORA      | <i>Digital Operational Resilience Act</i> (Ley de Resiliencia Operativa Digital)                                                               | OTAN       | Organización del Tratado del Atlántico Norte                                                                               |
| EBA       | <i>European Banking Authority</i>                                                                                                              | p          | Percentil                                                                                                                  |
| EBAE      | Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial                                                                                    | PD         | <i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)                                                                     |
| EBITDA    | <i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Beneficios Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización) | pb         | Puntos básicos                                                                                                             |
| ECB       | <i>European Central Bank</i>                                                                                                                   | PER        | Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)                                                      |
| ECC       | Entidades de contrapartida central                                                                                                             | PIB        | Producto interior bruto                                                                                                    |
| ED        | Entidad de depósito                                                                                                                            | PII        | Posición de inversión internacional                                                                                        |
| EDIS      | <i>European Deposit Insurance Scheme</i> (Sistema europeo de garantía de depósitos)                                                            | PMI        | <i>Purchasing managers' index</i>                                                                                          |
| EEE       | Espacio económico europeo                                                                                                                      | pp         | Puntos porcentuales                                                                                                        |
| EFC       | Establecimiento financiero de crédito                                                                                                          | PRTR       | Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia                                                                         |
| EIOPA     | Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación                                                                                         | Pyme       | Pequeña y mediana empresa                                                                                                  |
| EISM      | Entidad de importancia sistémica mundial                                                                                                       | RBD        | Renta bruta disponible                                                                                                     |
| ERTE      | Expediente de regulación de empleo temporal                                                                                                    | RD         | Real Decreto                                                                                                               |
| ESMA      | Autoridad Europea de Valores y Mercados                                                                                                        | RDL        | Real Decreto-ley                                                                                                           |
| ESRB      | European Systemic Risk Board                                                                                                                   | Repo       | Acuerdo de recompra                                                                                                        |
| €STR      | <i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)                                                                           | ROA        | <i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)                                                                     |
| FDIC      | <i>Federal Deposit Insurance Corporation, US</i> (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)                                | ROE        | <i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)                                                            |
| ETF       | <i>Exchange Traded Fund</i> (fondos cotizados en bolsa)                                                                                        | S          | Semestre                                                                                                                   |
| FINMA     | Autoridad suiza supervisora del mercado financiero                                                                                             | S1/S2/S3   | <i>Stage 1 / Stage 2 / Stage 3</i>                                                                                         |
| FL        | <i>Fully loaded</i>                                                                                                                            | S&P        | Standard & Poor's                                                                                                          |
| FLESB     | <i>Forward-looking exercise on Spanish banks</i>                                                                                               | SA         | Sociedad anónima                                                                                                           |
| FMM       | Fondos del mercado monetario                                                                                                                   | SARS-CoV-2 | <i>Severe Acute Respiratory Syndrome</i> CoronaVirus 2                                                                     |
| FSB       | Consejo de Estabilidad Financiera                                                                                                              | SI         | <i>Significant institutions</i> (Entidades significativas)                                                                 |
| GAFI      | Grupo de Acción Financiera Internacional                                                                                                       | SNF        | Sociedad no financiera                                                                                                     |
| G-SIB     | Banco de importancia sistémica mundial ( <i>global systemically important bank</i> )                                                           | SREP       | <i>Supervisory Review and Evaluation Process</i> (proceso de revisión y evaluación supervisora)                            |
| HQLA      | <i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)                                                                           | S-VAR      | Vector autorregresivo estructural                                                                                          |
| ICO       | Instituto de Crédito Oficial                                                                                                                   | TLTRO      | <i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico) |
| IEF       | Informe de estabilidad financiera                                                                                                              | T/TR       | Trimestre                                                                                                                  |
| IFNB      | Intermediación financiera no bancaria                                                                                                          | UB         | Unión Bancaria                                                                                                             |
| IGAE      | Intervención General de la Administración del Estado                                                                                           | UE         | Unión Europea                                                                                                              |
| INE       | Instituto Nacional de Estadística                                                                                                              | UEM        | Unión Económica y Monetaria                                                                                                |
| IOSCO     | Organización Internacional de Comisiones de Valores                                                                                            | VAB        | Valor añadido bruto                                                                                                        |
|           |                                                                                                                                                | VAR        | Vector autorregresivo                                                                                                      |

## CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

|    |                 |    |             |    |               |    |                |
|----|-----------------|----|-------------|----|---------------|----|----------------|
| AT | Austria         | DE | Alemania    | JP | Japón         | SE | Suecia         |
| AU | Australia       | DK | Dinamarca   | KR | Corea del Sur | SI | Eslovenia      |
| BE | Bélgica         | EE | Estonia     | LT | Lituania      | SK | Eslovaquia     |
| BG | Bulgaria        | ES | España      | LU | Luxemburgo    | TR | Turquía        |
| BR | Brasil          | FI | Finlandia   | LV | Letonia       | US | Estados Unidos |
| CA | Canadá          | FR | Francia     | MT | Malta         |    |                |
| CH | Suiza           | GB | Reino Unido | MX | México        |    |                |
| CL | Chile           | GR | Grecia      | NL | Países Bajos  |    |                |
| CN | China           | HR | Croacia     | NO | Noruega       |    |                |
| CY | Chipre          | HU | Hungría     | PL | Polonia       |    |                |
| CZ | República Checa | IE | Irlanda     | PT | Portugal      |    |                |
|    |                 | IT | Italia      | RO | Rumanía       |    |                |