

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Primavera
2023

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA PRIMAVERA 2023

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

- 1.1 Entorno macroeconómico** 45
 - 1.1.1 Países sistémicos y de importancia material 45
 - 1.1.2 España 51
- 1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario** 53
 - 1.2.1 Mercados financieros 53
 - 1.2.2 El mercado inmobiliario en España 57
- 1.3 Los sectores no financieros** 60
 - 1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares 60
 - 1.3.2 Las Administraciones Públicas en España 65
 - 1.3.3 Los flujos financieros frente al resto del mundo y la posición de inversión internacional 69

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

- 2.1 Las entidades de depósito** 80
 - 2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades 80
 - 2.1.2 Rentabilidad y solvencia 98
- 2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas** 108
 - 2.2.1 Sector financiero no bancario 108
 - 2.2.2 Interconexiones sistémicas 114

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

Temático

CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS SOBRE
LAS DEUDAS HIPOTECARIAS

3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas 126

3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera 136

Organismos europeos 136

Comités globales 141

T.1 Códigos de Buenas Prácticas en los RDL 6/2012 y 19/2022 160

T.1.1 Descripción y principales características del Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012 160

T.1.2 Las novedades normativas introducidas en el RDL 19/2012 162

T.2 Análisis del uso de los Códigos de Buenas Prácticas 168

T.2.1 Evolución temporal de la aplicación del Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012 168

T.2.2 Características observadas en el período reciente (2017-2022) en las reestructuraciones según el Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012 172

T.2.3 Hogares elegibles y participación en operaciones sujetas a Códigos de Buenas Prácticas después del RDL 19/2022 173

T.3 Impacto macroeconómico y financiero de los Códigos de Buenas Prácticas 176

T.3.1 Impacto potencial sobre el consumo y la actividad del RDL 19/2022 176

T.3.2 Impacto potencial sobre el endeudamiento y carga financiera de los hogares del RDL 19/2022 179

T.3.3 Medidas de los Códigos de Buenas Prácticas y calidad de la cartera de crédito bancario garantizado con inmuebles residenciales 181

T.4 Conclusiones 186

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Anejos

1 Balance consolidado 191

2 Cuenta de pérdidas y ganancias consolidadas 192

- 1 Diferenciales de los bonos de las sociedades no financieras respecto a la curva *swap* y prima de riesgo de las acciones 18
- 2 Desviaciones de la prima de riesgo de crédito corporativa respecto a determinantes fundamentales 18
- 3 Evolución de los precios del gas natural y del petróleo 20
- 4 Evolución de las tasas de inflación en el área del euro y Estados Unidos 20
- 5 Evolución de la actividad en el área del euro y Estados Unidos 22
- 6 Coste de la deuda pública 22
- 7 Aumento estimado del peso de la deuda de las empresas con elevada presión financiera por la subida de los tipos 25
- 8 Impacto de la subida de los tipos de interés en el porcentaje de hogares endeudados con carga financiera neta elevada 25
- 9 Evolución del ROE y del coste de capital y distribución del indicador *SRISK* de riesgo sistémico 27
- 10 Brecha de crédito-PIB y brecha de producción 27

- 1.1 La actividad económica mundial continúa desacelerándose y la inflación general se ha moderado 46
- 1.2 En las economías emergentes la inflación ha comenzado a ceder y el ciclo de subidas de tipos oficiales se ha frenado en las regiones que lo iniciaron antes 49
- 1.3 El crecimiento de la economía española sorprendió al alza en 2022, aunque se desaceleró desde el segundo semestre, afectado por el impacto negativo de las presiones inflacionistas sobre el poder adquisitivo de los agentes 53
- 1.4 El reciente episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales ha corregido las tendencias observadas en meses anteriores, impulsando el descenso de las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas y la caída en el precio de los activos con riesgo, si bien este último movimiento se ha revertido parcial o totalmente en las últimas semanas 55
- 1.5 Las primas de riesgo se sitúan en niveles relativamente reducidos, desde una perspectiva histórica 57

Publicaciones del Banco de España 193

Símbolos y abreviaturas 194

Códigos ISO de países 194

- 1.6 Las compraventas de vivienda se vieron lastradas en la segunda mitad del año ante la pérdida del poder adquisitivo de los hogares y el endurecimiento de las condiciones de financiación, lo que también se reflejó en un menor dinamismo del flujo de crédito 58
- 1.7 Se modera el crecimiento de los precios de la vivienda y de los inmuebles comerciales 59
- 1.8 Las dificultades de trasladar a los precios de venta el alza de los costes de producción y el aumento de los tipos de interés están elevando la proporción de empresas vulnerables 62
- 1.9 La elevada inflación y la subida de los tipos de interés están deteriorando la situación económica de los hogares, particularmente la de aquellos de menor renta 64
- 1.10 La mejora del saldo de las administraciones públicas estaría agotándose, en ausencia de nuevas medidas, persistiendo una situación de vulnerabilidad a medio plazo 67
- 1.11 La posición de inversión internacional (PII) deudora neta y la deuda externa bruta de España han continuado reduciéndose en el tercer trimestre de 2022, en relación con el PIB 70
- 2.1 El crédito al sector privado residente en España descendió un 0,7 % en 2022, si bien se registró un incremento de crédito nuevo 81
- 2.2 El *stock* de crédito descendió en 2022 tanto en hogares, debido a la evolución del crédito a vivienda, como en las finalidades empresariales, pese al mayor crédito nuevo en ambos segmentos 82
- 2.3 La traslación del incremento del euríbor a los tipos de interés medios de las carteras de préstamos se aceleró en el cuarto trimestre de 2022, situándose en el entorno del 30 %. Los tipos de interés de los préstamos nuevos con empresas se elevaron en todos los plazos 83
- 2.4 Los activos dudosos aceleraron su ritmo de descenso en 2022, atenuándose las señales tempranas de deterioro en el crédito empresarial 85
- 2.5 El descenso de los préstamos en dudoso y en vigilancia especial se debió tanto a menores entradas como a mayores salidas de estas categorías 88
- 2.6 El volumen del negocio en el exterior aumentó en el último año, en parte por la evolución de los tipos de cambio, mientras que las ratios de dudosos descendieron en la mayoría de los países más relevantes, con la excepción de Brasil 90
- 2.7 El balance del eurosistema se ha reducido, de forma coherente con el endurecimiento de la política monetaria, mientras que las subidas de tipos se han trasladado a los mercados monetarios 92
- 2.8 Los depósitos del sector financiero y los instrumentos negociables de deuda redujeron su peso sobre el activo en 2022, mientras que el coste medio del pasivo bancario repuntó. Además, crecieron marcadamente tanto el coste como el volumen de nuevas emisiones de deuda 94
- 2.9 Los depósitos de hogares y sociedades no financieras siguieron creciendo en 2022 a pesar de la limitada traslación del incremento del euríbor a su remuneración 96
- 2.10 Las entidades españolas y sus análogas europeas disponen de colchones de liquidez amplios para hacer frente en el corto y medio plazo a eventuales salidas de recursos ante escenarios de tensionamiento financiero 98
- 2.11 En 2022, el beneficio ordinario consolidado del sistema bancario español mejoró respecto a 2021, impulsado fundamentalmente por el fuerte crecimiento del margen de intereses y observándose un crecimiento notable del resultado en el extranjero 100
- 2.12 El margen de intereses de las entidades españolas mejoró sustancialmente en 2022, en un contexto de incremento de los tipos de interés. El margen neto de explotación de las entidades españolas compara favorablemente con el de otros bancos europeos 101
- 2.13 Las pérdidas por deterioro se incrementaron notablemente a nivel consolidado, y se redujeron en los negocios en España. En términos comparativos, el sector bancario español destaca por registrar un mayor nivel de coste por deterioro que sus pares europeos 102
- 2.14 Los dividendos y la recompra de acciones de las entidades cotizadas se incrementaron notablemente en 2022, mientras que el coste de capital de los bancos europeos y españoles cayó, principalmente debido a la disminución de la prima de riesgo bursátil 104

- 2.15 El aumento de los activos totales y de la densidad de APR condujo en 2022 a un descenso agregado de la ratio de CET1, cuyo nivel exhibe una gran heterogeneidad entre entidades 106
- 2.16 La ratio de CET1 del sector bancario español se mantiene en el rango inferior de la distribución de esta métrica a nivel europeo 107
- 2.17 Los activos totales del sector financiero no bancario descendieron en 2022 tanto en la zona del euro como en España. En España, las adquisiciones netas de valores de renta fija a largo plazo siguen siendo positivas, a diferencia de lo observado en el conjunto del área del euro 110
- 2.18 En 2022 se han producido reembolsos en los fondos de renta fija europeos, observándose una evolución más favorable en España. El peso de las tenencias de títulos más arriesgados se ha reducido de forma generalizada 111
- 2.19 El crédito concedido por los EFC aumentó en el último año, moderándose la ratio de dudosos. Los ingresos por primas de seguros de las aseguradoras se han incrementado en el mismo período 113
- 2.20 Las titulizaciones constituyen una fuente de posibles interconexiones entre el sector bancario y el resto de los sectores, que en el caso de España están fundamentalmente colateralizadas por préstamos hipotecarios 115
- 2.21 El creciente peso de las cámaras de compensación central y la emergencia de las criptomonedas constituyen otras fuentes de interconexiones entre intermediarios financieros 116
- 3.1 Las turbulencias financieras de marzo de 2023 han revertido en parte las mejoras que se venían observando desde el final de 2022 en el indicador de riesgo sistémico 127
- 3.2 Los ciclos de crédito general y sectoriales no presentan señales de alerta, mientras que la brecha de producción ha ralentizado su ritmo de recuperación 129
- 3.3 Se detectan señales moderadas de sobrevaloración en el mercado de la vivienda, con los precios y el importe de las hipotecas creciendo a mayor ritmo que las rentas de los hogares 130
- 3.4 La demanda de crédito nuevo por parte de hogares y de empresas se espera que disminuya en I TR 2023 a la vez que los criterios de concesión de crédito se endurecen. Persistía en 2022 el estrechamiento de los diferenciales de tipos de interés de los créditos nuevos 132
- 3.5 La heterogeneidad entre sistemas bancarios europeos en términos de colchones de capital macroprudenciales reflejan en buena medida diferencias en términos de su situación cíclica 135
- 3.6 La revisión del marco del BCE de colchones mínimos de capital para OEIS elevará el requerimiento para las entidades de mayor importancia sistémica 138
- 3.7 La supervisión bancaria del BCE ha identificado distintas áreas de mejora de la gestión de los riesgos medioambientales por parte de las entidades europeas 139
- 3.8 Con la implementación del marco prudencial de Basilea, que fue revisado a raíz de la crisis financiera global, las entidades bancarias europeas han fortalecido sus ratios de capital y de liquidez 142
- T.1 El recurso al CBP 6/2012 se concentra en los años más próximos al fin de la crisis financiera global y en las entidades de mayor tamaño, alcanzando solo un reducido peso sobre el total de hipotecas 169
- T.2 El desarrollo práctico del CBP 6/2012 ha sido heterogéneo entre entidades y es también notable que, en el periodo más reciente, las operaciones bajo CBP 6/2012 no han presentado características preexistentes más arriesgadas que otras reestructuraciones hipotecarias 171
- T.3 El RDL 19/2022 amplía de forma notable la proporción de población potencialmente elegible para acogerse a códigos de buenas prácticas con respecto a las medidas contempladas en el RDL 6/2012 174
- T.4 La población elegible efectivamente acogida a códigos de buenas prácticas puede variar de forma sustancial en función del número de solicitudes y operaciones realizadas 175
- T.5 El recurso a las medidas estructurales y temporales en los códigos de buenas prácticas puede estimular en cierta medida los niveles de consumo y actividad a corto plazo 178

ÍNDICE DE ESQUEMAS

- | | | | |
|-----|--|-----|--|
| T.6 | El uso de algunas modificaciones contractuales en los códigos de buenas prácticas también implica costes para los hogares, en forma de un nivel de endeudamiento mayor y más prolongado y mayores gastos 180 | 1 | Principales vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera 17 |
| T.7 | Las operaciones reestructuradas y refinanciadas representan una fracción relevante de los préstamos con garantía de vivienda en situación dudosa, pero también pueden ayudar a prevenir o corregir esta situación y a limitar los costes asociados 184 | 3.1 | Desarrollos regulatorios destacados de relevancia para la estabilidad financiera 137 |
| | | T.1 | Códigos de buenas prácticas vigentes después de la reforma del RDL 19/2022 164 |
| | | T.2 | Medidas adicionales contempladas en el RDL 19/2022 167 |

ÍNDICE DE CUADROS

A1	Balance consolidado entidades de depósito	191
A2	Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada entidades de depósito	192

ÍNDICE DE RECUADROS

1	Análisis de los efectos de las turbulencias bancarias globales de marzo de 2023 sobre la estabilidad de las entidades europeas	32
1.1	Impacto de la evolución de la inflación y de los tipos de interés en la fragilidad financiera de los hogares	71
2.1	Determinantes del coste de emisión de deuda del sector bancario europeo en el contexto actual de endurecimiento monetario	117
3.1	Impacto de la situación macroeconómica cíclica y de los estándares de concesión en los impagos hipotecarios	145
3.2	Desarrollos regulatorios recientes sobre criptoactivos y perspectivas de futuro	150

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

La mejora de las perspectivas de crecimiento económico global a corto plazo y la reducción de la tasa de inflación, que se ha concentrado en el componente energético, han contribuido a moderar algunos de los riesgos que se había identificado en el anterior *Informe de Estabilidad Financiera* (IEF). No obstante, las tensiones geopolíticas vinculadas a la guerra en Ucrania continúan generando una extraordinaria incertidumbre, acentuando la dinámica de bloques a escala global, y provocando riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento. Adicionalmente, la elevada inflación subyacente incrementa el riesgo de mayor persistencia en las dinámicas de subida de precios y de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras (véase esquema 1), lo que, a su vez, generaría un incremento del grado de vulnerabilidad de los hogares y empresas. Más recientemente, los episodios de tensión bancaria en Estados Unidos y Suiza añaden un nuevo foco de incertidumbre.

En 2022, la actividad económica creció con fuerza en España, reduciendo la brecha con respecto al nivel de producción previo al inicio de la pandemia de COVID-19. Sin embargo, se produjo una significativa desaceleración del PIB en la segunda mitad del año, en consonancia con el menor dinamismo de la economía mundial.

La moderación de los precios de la energía en los mercados internacionales permitió revertir el aumento de costes que siguió a la invasión de Ucrania por Rusia. Así, por un lado, la inflación observada se ha moderado y sus previsiones se han revisado a la baja; y, por otro, se ha reducido la probabilidad de entrar en una situación recesiva en los próximos trimestres como resultado de interrupciones en el suministro de energía y de materias primas críticas. No obstante, la inflación subyacente se mantiene elevada, lo que aumenta los riesgos de aparición de efectos de segunda ronda. Asimismo, la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios energéticos es muy elevada, y podrían volver a flexionar al alza tras el anuncio de recortes de la producción de petróleo por la OPEP+. Por su parte, las turbulencias a escala global observadas en el sector bancario en marzo de 2023 incrementan el riesgo de un menor crecimiento.

La rentabilidad de las entidades bancarias españolas aumentó en 2022 (una vez que se excluyen algunos factores extraordinarios del año previo), llegando a situarse por encima de su coste del capital. Y, además, se observó una mejora generalizada de la calidad crediticia de los balances, con descensos adicionales con respecto a los años previos de los activos dudosos y en vigilancia especial. Todo ello, ha estado condicionado por un entorno macrofinanciero en el que, al tiempo que han aumentado los tipos de interés, impulsando la generación de márgenes, la actividad económica ha sido resiliente, experimentando solo una desaceleración parcial, y las

primas de riesgo se han mantenido contenidas, limitando así los efectos negativos sobre dotaciones por deterioro y costes de financiación.

Desde marzo de este año, los graves problemas financieros experimentados por Silicon Valley Bank (SVB), otros bancos estadounidenses de tamaño mediano y Credit Suisse han desencadenado un descenso de las valoraciones bursátiles bancarias. Esto genera un mayor riesgo a escala global de aumento de los costes de financiación y de tensionamiento de la liquidez del sector bancario, que afecta también a las entidades españolas, y puede presionar negativamente la situación financiera favorable con la que han iniciado 2023. Aun así, estos riesgos se ven mitigados por distintas características del sector bancario español: la ausencia de exposiciones directas de importancia sistémica frente a SVB y Credit Suisse, las diferencias en el modelo de negocio con respecto a estas entidades, en particular en términos de diversificación de los depositantes, con una presencia mayoritaria del sector minorista en el caso español, y una amplia cobertura del fondo de garantía de depósitos, así como una posición de partida de elevada liquidez. El recuadro que acompaña a este resumen analiza en mayor profundidad las circunstancias particulares de las crisis de SVB y Credit Suisse, su repercusión sobre los riesgos bancarios y el posicionamiento de las entidades bancarias españolas, y de otras europeas, frente a estos.

En todo caso, la materialización de los riesgos sobre el crecimiento económico y la inflación podría generar un impacto financiero adicional negativo sobre el sector bancario, de nuevo a través de los costes de financiación, pero también en términos de deterioro de la calidad del crédito. Por todo lo anterior, las entidades deben llevar a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital que permita utilizar el incremento de los beneficios que se ha producido en el período reciente para aumentar la capacidad de resistencia del sector.

A continuación se discuten en más detalle los principales riesgos¹ para la estabilidad del sistema financiero español:

R1 Riesgos geopolíticos

Se mantiene una elevada incertidumbre en relación con la guerra en Ucrania, en particular sobre su duración, que podría ser prolongada, y su posible escalada, que podría dar lugar a un deterioro adicional de las relaciones entre Rusia y los países occidentales y acentuar la dinámica de bloques a escala global.

¹ 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.

PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

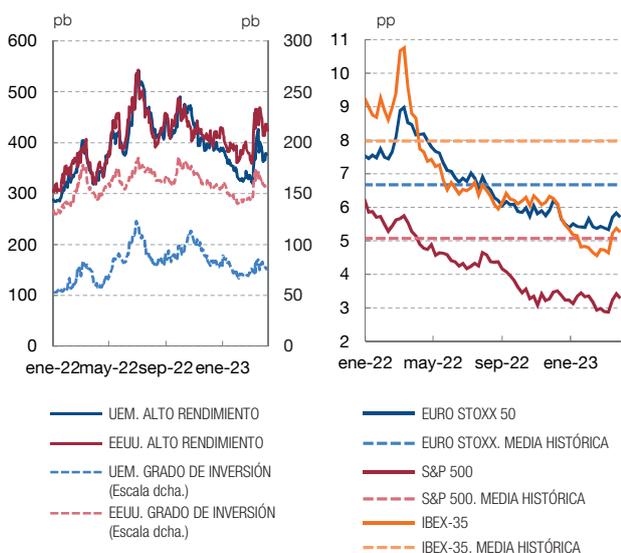
- a En este Informe, **las vulnerabilidades** se definen como aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de **los riesgos para la estabilidad financiera**. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas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

Si bien en la parte final de 2022 y hasta febrero de 2023 se había observado una relajación general de la aversión al riesgo de los inversores, las turbulencias bancarias globales en marzo de este año han generado un repunte de las primas de riesgo para distintas clases de activos financieros (véase gráfico 1). Además, la incertidumbre existente sobre las tensiones geopolíticas implica una fuente de riesgo adicional de corrección abrupta de los precios de los activos financieros, que se suma a otras sobre las perspectivas de crecimiento e inflación. De forma relacionada, la presencia de ciertas señales de valoraciones elevadas a escala global², en instrumentos tanto de renta fija (véase gráfico 2) como variable, hace este riesgo más relevante.

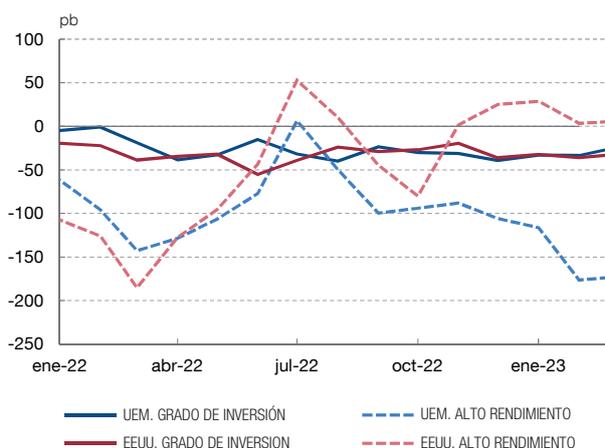
El inicio del conflicto bélico en Ucrania en febrero de 2022 propició un aumento muy significativo de los precios de las materias primas y, en particular, de la energía, que ya presentaban una tendencia ascendente desde mediados de 2021, lo que impulsó las tensiones inflacionistas de forma más general y una desaceleración significativa de la actividad económica. Sin embargo, la flexibilidad de las condiciones de oferta

2 Las señales de valoración elevada se evalúan contrastando los precios de mercado de los activos financieros con su valoración de acuerdo con características fundamentales de los mismos (por ejemplo, expectativa y riesgo sobre la capacidad de generación de renta de los emisores de activos) y de las condiciones generales de mercado (por ejemplo, volatilidad o nivel de los tipos de interés libres de riesgo).

1 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZDA.) (a) Y PRIMA DE RIESGO DE LAS ACCIONES (DCHA.) (DCHA.)



2 DESVIACIONES DE LA PRIMA DE RIESGO DE CRÉDITO CORPORATIVO RESPECTO A DETERMINANTES FUNDAMENTALES (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

- a Alto rendimiento: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial.
- b La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase R. J. Fuller y C.C. Hsia. (1984). "A simplified common stock valuation model". Financial Analysts Journal. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023.
- c Se presenta la diferencia entre la prima de riesgo de crédito corporativo observada y la predicha por un modelo de valoración de bonos corporativos basado en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo y el grado de aversión al riesgo de los inversores. Para más detalles, véase J. Gálvez e I. Roibás. "Asset price misalignments: an empirical analysis". Documentos de Trabajo - Banco de España, de próxima publicación.

globales ha sido superior a lo esperado inicialmente. Además, se han adoptado políticas económicas compensatorias del incremento del precio de la energía y de ahorro en su consumo, y las condiciones climatológicas del último invierno han sido benignas.

Todo ello ha evitado los escenarios más adversos, y los precios de la energía han descendido de forma marcada desde la segunda mitad de 2022, situándose actualmente, en el caso del gas y del petróleo, por debajo de los niveles previos al inicio de la invasión de Ucrania en febrero de 2022. A pesar de estos desarrollos favorables, el grado de incertidumbre actual sobre la evolución de los precios de la energía y sobre su transmisión a los precios de los bienes de consumo es todavía muy elevado. Así, la OPEP+ ha anunciado recientemente un recorte de la producción de petróleo que podría suponer un cambio de tendencia en la evolución descendente de su precio.

Además, las tensiones geopolíticas alcanzan también a otras regiones. De forma destacada, se mantienen en el frente político y comercial en las relaciones entre Estados Unidos y China. Todo ello eleva los riesgos de que se consolide una

dinámica de bloques que revierta, al menos en parte, las ganancias de eficiencia del proceso de globalización, en particular a medio y a largo plazo.

Los bancos españoles localizan una parte significativa de su actividad en economías emergentes como Latinoamérica o Turquía, por lo que los desarrollos en estas áreas son de relevancia para estos. En los últimos seis meses destacan los episodios de tensión política en Brasil, que se habrían moderado más recientemente. En el caso de Turquía, además de su elevado grado de vulnerabilidades financieras, las catástrofes naturales sufridas también han condicionado negativamente la confianza sobre su evolución económica.

R2 Riesgo de inflación más elevada y persistente

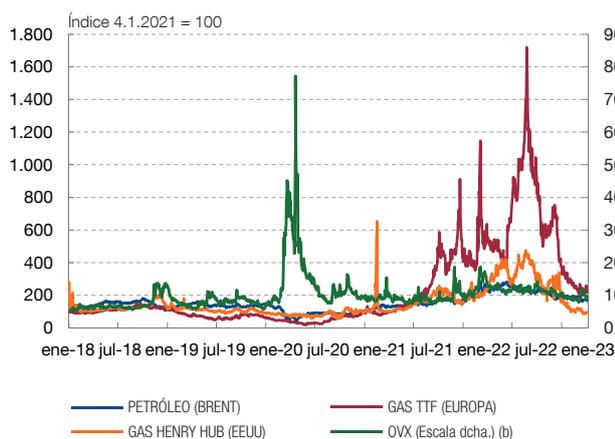
Las altas cifras de inflación alcanzadas a escala global en 2022 han estado impulsadas fundamentalmente por el incremento de los precios de la energía y de los alimentos, incluida su traslación a la inflación subyacente. El nivel general de precios también se ha visto presionado al alza por cierta persistencia de las disrupciones en las cadenas de suministro global observadas desde 2021, a pesar de su relajación en 2022, y la presión de factores de demanda vinculados, sobre todo, a la eliminación de las restricciones sanitarias relacionadas con el COVID-19. La contribución del incremento de la demanda de ciertos servicios (por ejemplo, el ocio, la restauración y el turismo) ha sido particularmente destacada en este sentido.

La reducción de los costes energéticos en la segunda parte de 2022 (véase gráfico 3) ha contribuido a moderar las dinámicas de inflación globales. Sin embargo, las tensiones geopolíticas implican todavía un riesgo de repuntes de los niveles y la volatilidad de los precios en el mercado de la energía. Un potencial cambio de tendencia en su evolución podría venir marcado por la decisión de la OPEP+ de recortar la extracción de crudo.

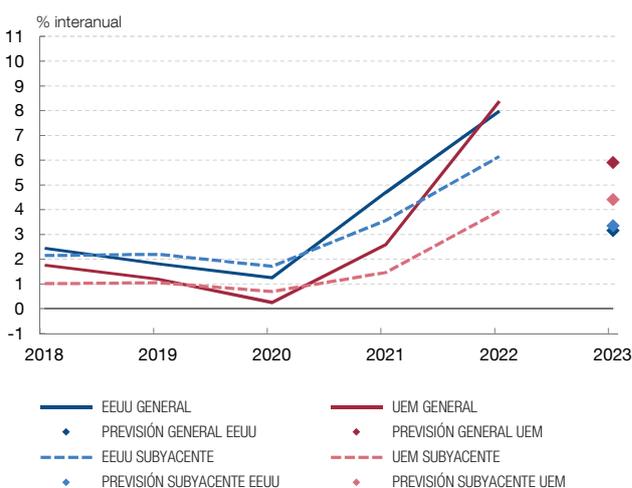
Adicionalmente, el elevado nivel de inflación subyacente aún observado en múltiples geografías (véase gráfico 4) incrementa los riesgos de efectos de segunda ronda, sobre los salarios y sobre los márgenes empresariales. Estos efectos prolongarían e intensificarían las dinámicas de aumento de precios.

También en relación con los efectos de segunda ronda, las medidas fiscales que buscan paliar el aumento del coste de la vida deberían ser temporales, focalizadas en los grupos más vulnerables y compatibles con la eficiencia en las decisiones de consumo, en particular de la energía. De lo contrario, podrían alimentar las dinámicas de inflación, así como requerir una reacción más vigorosa de la política monetaria, que incrementaría los costes de financiación a hogares y empresas, presionando su capacidad de pago.

3 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL Y DEL PETRÓLEO (a)



4 EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INFLACIÓN EN LA UEM Y EN EEUU (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, estadísticas nacionales, Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia.

- a Los precios al contado de los tres mercados están expresados en euros para facilitar su comparación.
- b OVX es la volatilidad esperada a 30 días del precio del crudo en el United States Oil Fund.
- c Los rombos representan las previsiones para 2023 en Estados Unidos y el área del euro, extraídas del *Survey of Professional Forecasters*, elaboradas por la Reserva Federal de Filadelfia y el BCE, respectivamente. Para el área del euro se utiliza el índice de precios de consumo armonizado, mientras que para Estados Unidos se recurre al índice de precios de consumo. Se muestra la tasa de crecimiento media anual.

Por su parte, la apertura de la economía china tras el abandono de las políticas de «COVID cero» genera riesgos contrapuestos sobre la inflación: al alza, por el impulso de la demanda global, en particular de materias primas, y a la baja, por la relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro.

En este contexto de elevada incertidumbre, en el área del euro, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha reforzado la importancia de un enfoque dependiente de los datos para sus decisiones sobre los tipos de interés, que estarán determinadas por su valoración de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Además, ha señalado que está haciendo un atento seguimiento de las actuales tensiones en los mercados y está preparado para responder como resulte necesario para mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. Es esperable que otros bancos centrales mantengan igualmente políticas monetarias proactivas en un entorno global de inflación elevada, al tiempo que estén dispuestos a actuar de forma decidida para frenar episodios de inestabilidad financiera.

Si los riesgos al alza sobre la inflación se materializasen, sería esperable un grado de endurecimiento de la política monetaria superior al reflejado actualmente en las expectativas de mercado, y podrían conducir a una percepción de mayor incertidumbre en los inversores, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo. Alternativamente, una continuación o incremento de las tensiones financieras

observadas en marzo de 2023 podrían por sí mismos suponer un endurecimiento de las condiciones de financiación y tener efectos contractivos sobre la demanda, frenando las presiones inflacionarias. La dificultad para predecir con exactitud en el contexto actual la velocidad e intensidad de la transmisión de la política monetaria a los costes de financiación del sector financiero, hogares y empresas añade, desde la perspectiva de la estabilidad financiera, una dimensión de riesgo adicional asociada a estas perturbaciones.

R3 Riesgo de contracción de la actividad real

Las altas tasas de inflación, la elevada incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones de financiación moderaron el crecimiento observado en la segunda mitad del año pasado. A pesar de ello, la actividad económica, tanto a escala global como del área del euro y de España, se ha mostrado más resistente de lo esperado hace unos meses, reduciendo la probabilidad de escenarios de recesión en este año 2023 (véase gráfico 5).

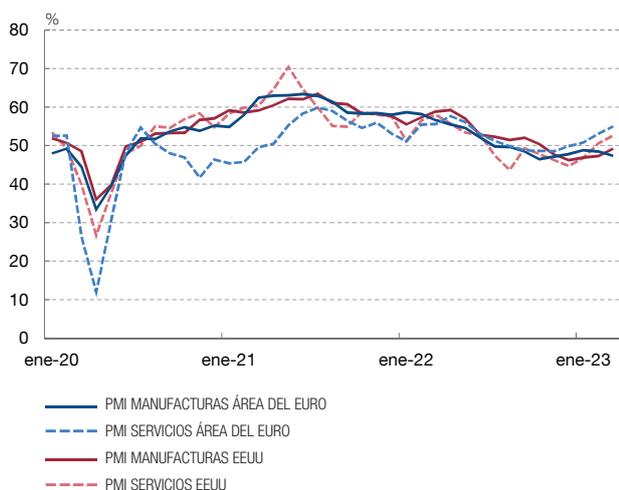
A ello ha contribuido, en primer lugar, una evolución más favorable de las condiciones de oferta en la segunda mitad del año pasado, revirtiéndose los aumentos del precio de la energía que se produjeron en la primera parte de este y observándose también una relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor, que continuaría en la primera mitad de 2023. Como ya se ha señalado en relación con la inflación, las perturbaciones de los mercados energéticos siguen planteando riesgos sobre las condiciones de oferta y podrían deshacer las mejoras recientes de la actividad.

La demanda se ha mostrado también más vigorosa de lo que se anticipaba, a pesar de la elevada incertidumbre. Esto, en parte, habría sido consecuencia de las reservas de ahorro y de liquidez que acumularon hogares y empresas durante la fase inicial de la pandemia, así como del soporte proporcionado a las rentas de los hogares por la política fiscal y el buen desempeño del mercado laboral. Sin embargo, el efecto acumulado negativo de la inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación, que todavía no se habría trasladado completamente a familias y empresas, plantean riesgos de que este componente de la actividad evolucione de manera más contractiva. Los episodios de turbulencias bancarias en marzo de 2023 pueden operar también en este sentido.

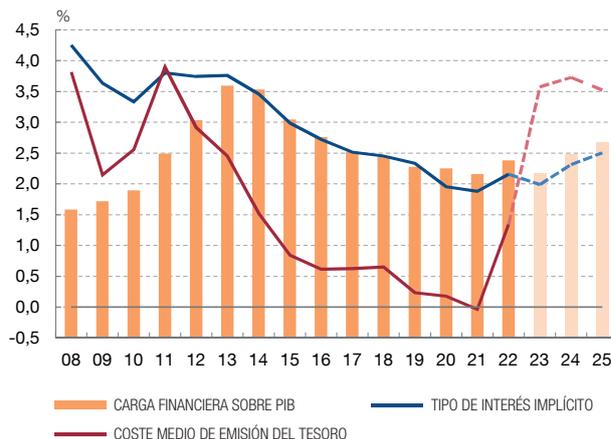
Las principales vulnerabilidades³ de la economía y del sistema financiero español incluyen:

³ 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.

5 EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL ÁREA DEL EURO Y EN ESTADOS UNIDOS



6 COSTE DE LA DEUDA PÚBLICA



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

V1 Nivel elevado de endeudamiento público

El déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) cerró 2022, de acuerdo con los datos más recientes disponibles, en el 4,8 % del PIB, 2,1 puntos porcentuales (pp) menos que en 2021. La ratio de deuda pública sobre el PIB también se ha reducido, continuando la tendencia iniciada desde el segundo trimestre de 2021, y alcanzaba un 113,2 % del PIB en diciembre de 2022, casi 7 pp por debajo de su nivel al cierre de 2020 (120,4 % del PIB). La expansión del producto nominal está desempeñando un papel destacado en la moderación la ratio de deuda pública, y se espera que permita una cierta reducción adicional hasta el 109 % del PIB en 2024.

El endurecimiento de la política monetaria ha contribuido de forma fundamental al aumento de los tipos de interés de emisión de la deuda pública española, situándose en diciembre de 2022 para los plazos a uno y a diez años, respectivamente, 309 puntos básicos (pb) y 251 pb por encima de los niveles observados en el mismo mes del año anterior. Sin embargo, el impacto de este aumento de tipos en los gastos por interés de las AAPP ha sido moderado, debido a que los plazos de la deuda preexistente son relativamente largos, de acuerdo con la estrategia de financiación implementada por el Tesoro en periodos previos, y la amortización de deuda emitida a tipos de interés comparativamente elevados durante la crisis financiera global sigue compensando el impacto del mayor coste de las nuevas emisiones (véase gráfico 6). Así, el tipo medio implícito de la deuda pública española se situó en 2022 en el 2,1 %, solo 0,2 pp por encima de su nivel de 2021.

Desde el fin de 2021 se han observado además solo aumentos contenidos de los diferenciales de coste de la deuda pública a diez años española con respecto a la deuda alemana, alcanzando un máximo de 136 pb en el mes de junio de 2022

(aproximadamente 58 pb de incremento con respecto a diciembre de 2021), para moderarse después y situarse en torno a 100 pb al final del primer trimestre de 2023. Las turbulencias bancarias globales de marzo de 2023 solo han implicado un aumento muy temporal y limitado de la prima de riesgo soberana de España, que ha revertido con rapidez.

A pesar de los signos de contención en el corto plazo de esta vulnerabilidad, las previsiones económicas siguen contemplando un elevado endeudamiento público en España en los próximos años. El nivel de déficit público estructural se estima también elevado. Además, la prolongación de tipos de interés más elevados se trasladará también progresivamente a un aumento de los costes medios de la deuda. Esta situación presupuestaria supone un elemento de vulnerabilidad de la economía ante cambios del sentimiento de los mercados y limita el espacio fiscal disponible frente al potencial deterioro de las condiciones de financiación o al freno de la actividad. Además, el mantenimiento de un nivel elevado de deuda del sector público puede incrementar el coste de cubrir las necesidades de financiación de hogares y de empresas.

En este contexto, como ya se ha señalado en números anteriores de esta publicación, debe iniciarse un proceso de consolidación fiscal, ya en 2023, que permita reducir progresivamente el nivel de esta vulnerabilidad y mejorar el margen de actuación de la política fiscal ante futuras perturbaciones. En particular, la reducción de un componente estructural elevado del déficit requiere una acción decidida y sostenida en el tiempo, aunque esta se gradúe de acuerdo con la evolución macroeconómica. La combinación de un uso intensivo de los fondos europeos del programa NGEU —que no tiene efectos directos sobre el déficit público, pero sí positivos sobre la actividad económica— con el inicio de la consolidación fiscal permitiría reducir el coste a corto plazo en términos de menor actividad asociado con este proceso de reequilibrio fiscal.

En la valoración de la posición fiscal de España hay que tener en cuenta también que la desactivación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2024 marcará el retorno a un contexto de reglas fiscales a escala europea. De acuerdo con las últimas orientaciones de la Comisión Europea para la política fiscal de los países miembros, España deberá presentar, ya esta primavera, un programa de estabilidad que conduzca no solo a un déficit de las AAPP sistemáticamente por debajo del 3%, sino que propicie también una senda continuamente descendente de la deuda.

V2 Debilidad financiera de hogares y empresas

Los beneficios empresariales en España han mostrado una evolución heterogénea por tamaño de empresa y sectores. Así, dentro del sector de pymes, fue mayor la

proporción de empresas que empeoraron sus resultados entre abril y septiembre del año pasado que la de las que los mejoraron, y, en el conjunto del año, la evolución de los beneficios ha sido menos favorable en los sectores donde la actividad ha sido menos dinámica y la traslación de subidas de costes a precios ha sido más parcial, como es el caso de la industria manufacturera. En estos sectores se habría incrementado además la proporción de empresas que presentan vulnerabilidades financieras.

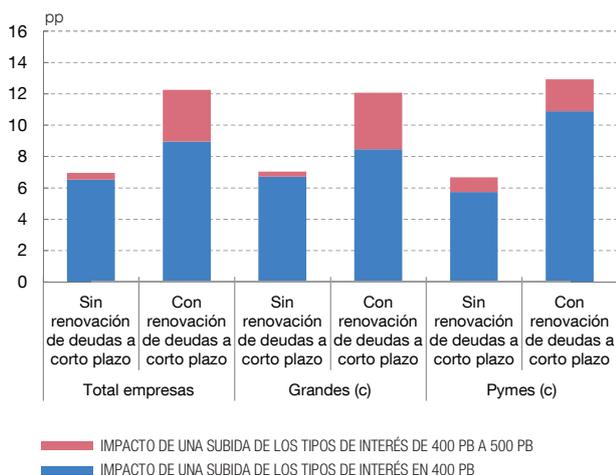
La carga financiera de las empresas está aumentando, pero todavía de forma moderada, en parte por la transmisión incompleta de las subidas de tipos de interés de la política monetaria al coste de los préstamos bancarios y por un mayor peso, con respecto a períodos pasados, del *stock* de deuda a largo plazo y tipo fijo, en particular la relacionada con los préstamos ICO desplegados a partir del inicio de la pandemia. Sin embargo, al cierre del año ya se había trasladado al coste medio de la deuda bancaria de las empresas no financieras el 40 % de la subida registrada por el euríbor a tres meses durante el año. El coste de financiación empresarial en los mercados mayoristas ha aumentado de forma más marcada a lo largo de 2022, condicionado por el endurecimiento de la política monetaria, y a pesar de cierta relajación de las primas de riesgo corporativas en el último trimestre del pasado año.

De cara al futuro, cabe esperar que el coste de financiación de las empresas aumente, conforme avance el grado de transmisión de la política monetaria, sobre todo si esta se endurece aún más. La evolución de las primas de riesgo es más difícil de predecir, pero estas suelen aumentar cuando se tensionan las condiciones de financiación. Por todo esto, es esperable un aumento de la proporción de empresas sometidas a presión financiera elevada, en particular en la medida en que sea necesario renovar las deudas que vencen en plazos más cortos (véase gráfico 7). En este sentido también, los episodios recientes de turbulencias bancarias pueden presionar adicionalmente el coste de financiación de las empresas a través del canal de prima de riesgo y reducir la disponibilidad de financiación externa. Además, si las tensiones financieras se tradujeran en la materialización de riesgos sobre la actividad, esto reduciría la capacidad de las empresas de generar ingresos con los que hacer frente a sus obligaciones de pago.

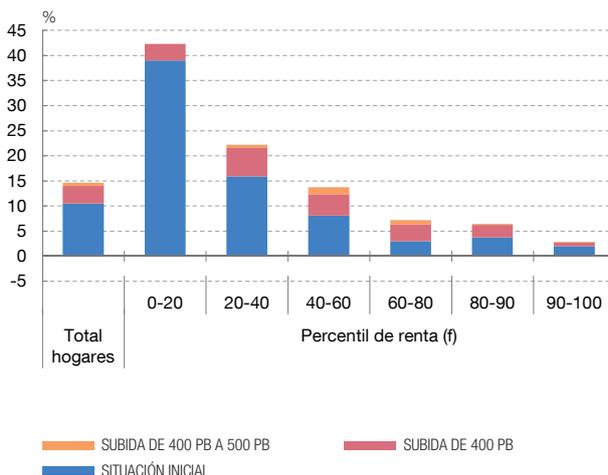
Por su parte, el fuerte aumento de la inflación se ha traducido en una caída del 4,4 % de la renta disponible real de los hogares en 2022 con respecto al año anterior y el repunte de los tipos de interés está restando a los hogares endeudados capacidad de gasto y de hacer frente a sus obligaciones financieras. Estos efectos negativos sobre el poder adquisitivo serían más elevados en los hogares endeudados de menor renta.

La traslación de la subida de los tipos de interés de mercado al coste de la deuda viva de los hogares ha sido todavía moderada en 2022. Así, por ejemplo, a finales

7 AUMENTO ESTIMADO DEL PESO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ELEVADA PRESIÓN FINANCIERA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a) (b)



8 IMPACTO DE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA (d) (e)



FUENTE: Banco de España.

- a Se definen como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor de uno.
- b En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y a los créditos a largo plazo y tipo flexible. En el caso de los depósitos se supone una traslación del tipo de referencia en línea con las regularidades históricas. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo. Estas estimaciones se han realizado con los datos de la Central de Balances Integrada correspondiente al año 2021.
- c Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.
- d Simulaciones realizadas a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020). El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable, y parcialmente a los tipos de interés de los depósitos.
- e La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.
- f Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.

del año pasado se había trasladado al coste de las hipotecas vivas de los hogares cerca del 30 % de la subida registrada por el euríbor a doce meses durante el año. Se espera un mayor encarecimiento de los préstamos bancarios a hogares en los próximos trimestres, en particular debido a la revisión de las cuotas hipotecarias en contratos preexistentes a tipo variable. La mayor contratación a tipo fijo en los años recientes limita el tamaño de este canal de transmisión con respecto a períodos previos, pero las hipotecas a tipo variable o mixto representaban todavía algo más del 70 % del *stock* en diciembre de 2022. En conjunto, se espera que el actual ciclo de subidas de tipos de interés incremente la proporción de hogares endeudados con carga financiera elevada, en particular en algunos de los percentiles inferiores de renta (véase gráfico 8).

Si las turbulencias bancarias en marzo de 2023 se generalizaran a tensiones más amplias en los mercados financieros, estas podrían reducir las presiones inflacionarias, condicionando las decisiones de la autoridad monetaria sobre los tipos de interés. Sin embargo, el alivio que esto podría suponer para la situación financiera de los hogares podría verse contrarrestado por el menor dinamismo de la actividad, el aumento de las primas de riesgo y el menor acceso a la financiación ajena.

Ante el aumento de la presión financiera sobre los hogares, la modificación de las condiciones contractuales de su deuda para facilitar el servicio de la misma, en particular para aquellos en una situación más vulnerable, se plantea como una posibilidad de gestión financiera que maximice las probabilidades de recobro de los prestamistas y mitigue el potencial impacto negativo de los impagos sobre el consumo y el acceso al crédito de los hogares.

La reforma de finales de 2022 del Código de Buenas Prácticas Bancarias (CBP), introducido originalmente en el Real Decreto-ley (RDL) 6/2012, busca ordenar las reestructuraciones de deuda cuando se dirigen a segmentos de hogares con alto grado de vulnerabilidad socioeconómica. Además, para hogares de renta media, el RDL 19/2022 introduce un nuevo CBP que permite modificar las condiciones contractuales y dilatar en el tiempo el rápido aumento de los tipos de interés y su impacto en la carga hipotecaria. Adicionalmente, para el conjunto de los hogares con deudas hipotecarias, la reforma normativa ha reducido de forma temporal los costes de amortización anticipada total o parcial de la misma y de la conversión de esta de tipo variable a fijo, algo que podría redundar en un proceso de desapalancamiento y reduciría su vulnerabilidad ante subidas adicionales de los tipos de interés.

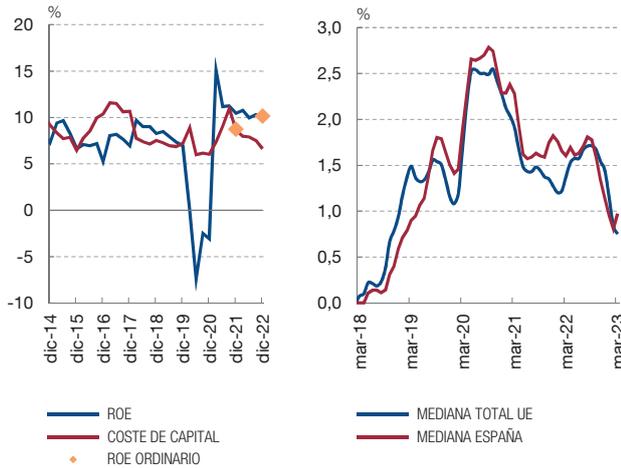
Los costes y los beneficios de las reestructuraciones de deuda y, de forma más general de las modificaciones contractuales de esta⁴, así como su distribución entre prestamistas y prestatarios, pueden ser muy diferentes en función de su diseño e implementación, tanto para las operaciones amparadas en Códigos de Buenas Prácticas como para las que quedan fuera de su ámbito. Con el propósito de contribuir al análisis de estos costes y beneficios, el capítulo temático de este IEF analiza la experiencia bancaria con el CBP del RDL 6/2012, su reforma y la introducción de un nuevo CBP de alcance temporal en 2022 y, de forma más general, la calidad crediticia de las reestructuraciones de operaciones con garantía inmobiliaria con los hogares.

V3 Debilidades en la capacidad de intermediación del sector financiero

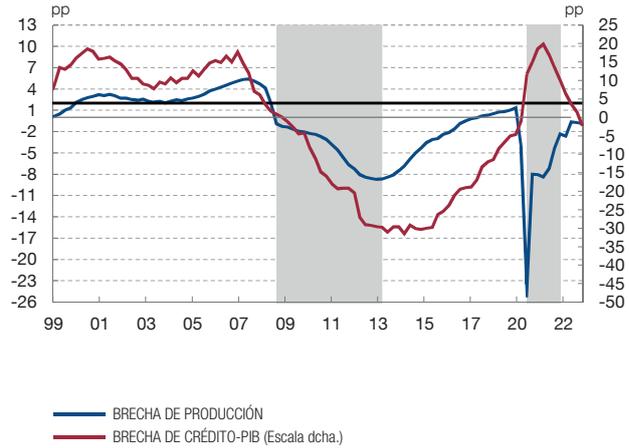
La evolución de la rentabilidad del sector bancario español ha sido muy favorable en 2022. En términos de rentabilidad sobre capital (ROE, por sus siglas en inglés), la mejora observada en 2022, excluyendo factores extraordinarios, fue de 140 pb, alcanzando un nivel del 10,2 %. De hecho, se situó ampliamente por encima del nivel

⁴ La terminología RDL 6/2012 se refiere específicamente a reestructuraciones de deuda. Sin embargo, la modificación de condiciones contractuales bajo esta norma u otros supuestos del RDL 19/2022 no implica automáticamente la clasificación como reestructuración para propósitos de provisiones contables de acuerdo con la normativa del Anejo 9 de la Circular 4/2017. Es necesario evaluar para este propósito, en cada caso, la capacidad de los deudores concretos de mantenerse al día de sus obligaciones de pago en ausencia de la modificación de condiciones.

9 EVOLUCIÓN DEL ROE Y DEL COSTE DE CAPITAL (IZDA.) Y DISTRIBUCIÓN DEL INDICADOR SRISK DE RIESGO SISTÉMICO (DCHA.) (a)



10 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)



FUENTES: Datastream, SNL Financial, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los rombos del subpanel izquierdo muestran el ROE excluyendo resultados extraordinarios para 2021 y 2022. El indicador SRISK recoge el capital adicional para cubrir, ante un *shock* de mercado significativo, los requerimientos de capital bancario a valor de mercado, expresándolo 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 2023 se calcula a partir de valores de activos y pasivos del cuarto trimestre de 2022 con los datos de cotizaciones bursátiles del mes correspondiente. Las series se han suavizado mediante una media móvil de tres meses. Datos actualizados a 31 de marzo de 2023.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales - Banco de España, 1603. 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 - Banco de España, 1906. Datos disponibles hasta diciembre de 2022. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras 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 provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal negra representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.

medio del 7,5 % de coste de capital (COE, por sus siglas en inglés) estimado durante el año (véase gráfico 9). El deterioro de las condiciones globales de financiación y, más en particular, el descenso de las valoraciones bursátiles del sector, podrían contribuir, sin embargo, a un aumento del COE en los próximos trimestres.

Los bancos españoles continuaron además en 2022 con la mejora de la calidad de sus balances, y a mayor ritmo que en el período 2020-2021. En particular, el crédito dudoso en España descendió un 18,5 % interanual durante el último año. En términos de ratio de préstamos dudosos, esta se situó en el 3,5 % al final de 2022, tras descender 75 pb en el último año, y este descenso fue generalizado entre sectores. El crédito en vigilancia especial⁵ también se redujo, pero, en este caso, el comportamiento sectorial fue desigual, con un incremento en los préstamos a

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

hogares y con un descenso en los destinados a empresas. La desaceleración de la actividad a lo largo del año pasado no parece estar reflejando, al menos por el momento, en un aumento de los deterioros de calidad crediticia en España registrados por las entidades.

La evolución positiva de los balances y de la valoración de mercado de los bancos españoles había llevado también a una menor contribución al riesgo sistémico, que se habría revertido solo muy parcialmente por el incremento de la aversión al riesgo de los inversores y la caída de las cotizaciones en marzo de 2023 (véase gráfico 9). No obstante, en este contexto favorable los bancos españoles redujeron su ratio de solvencia CET1 durante el año pasado. En diciembre de 2022, la ratio de CET1 se situaba en el 13 %, 25 pb menos con respecto a la misma fecha de 2021. Esto se debió fundamentalmente a la contribución negativa de la variación de los activos ponderados por riesgo⁶, que solo se vio parcialmente compensada por una contribución positiva menor de la variación en el numerador de la ratio.

En el contexto actual, en el que se combinan una elevada rentabilidad presente y significativas incertidumbres a distintos horizontes temporales, las entidades deben acumular recursos de absorción de pérdidas que les permitan afrontar situaciones inesperadas sin restringir la oferta de crédito a proyectos solventes. En particular, deben mantener una elevada prudencia en sus políticas de provisiones y de planificación de capital. Es igualmente necesario un reconocimiento adecuado y temprano de los riesgos, que preserve la confianza en el sector.

La materialización de los riesgos macrofinancieros identificados en este Informe puede tener un impacto significativo negativo sobre la rentabilidad y la solvencia de los bancos. En primer lugar, el aumento de los tipos de interés ha incrementado hasta ahora en mayor medida los ingresos de los bancos que sus costes de financiación, siendo el factor con mayor influencia positiva en la evolución de la rentabilidad en 2022. Factores como la holgada situación de liquidez con la que el sector bancario español afronta este ciclo de subidas de tipos de interés y el nivel negativo del que partían estos han contribuido a contener hasta ahora el coste de los depósitos bancarios, para los que se observa un grado muy reducido de transmisión del aumento de los tipos de política monetaria, y de la necesidad de captar financiación mayorista.

Estos factores también posicionan al sector bancario español de forma favorable para absorber las consecuencias de las turbulencias financieras que han afectado al sector bancario a nivel global en marzo de 2023, y que suponen una perturbación significativa de las expectativas previas y pueden encarecer el coste de los depósitos

⁶ Los activos ponderados por riesgo son una medida de los riesgos que un banco mantiene en sus carteras. Cada activo se multiplica por un coeficiente, que es mayor cuanto mayor es el riesgo asociado a este, para obtener así una cifra de activos ponderados por riesgo.

y de otras fuentes de financiación bancaria. Mientras tanto, las entidades deben aprovechar la situación de rentabilidad actual para aumentar su capacidad de absorción de pérdidas inesperadas.

El repunte reciente en la aversión al riesgo en los mercados financieros ha incrementado también la preocupación a escala global sobre las vulnerabilidades en el segmento de intermediación financiera no bancaria (IFNB). Estas aparecen vinculadas con posiciones de liquidez ajustadas, en particular en el segmento de los fondos de inversión abiertos, y, en otros casos, con un grado de apalancamiento elevado, y pueden elevar el impacto de las turbulencias bancarias iniciadas en marzo de 2023 sobre la situación financiera de estos intermediarios. Esto, a su vez, podría generar un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación del sector bancario, con el que el segmento IFNB mantiene conexiones directas e indirectas, y efectos adicionales de retroalimentación adversa entre ambos tipos de intermediarios. Los factores de liquidez y de apalancamiento fueron determinantes del episodio de tensión experimentado en otoño de 2022 en el sector de fondos de pensiones en el Reino Unido, y también han desempeñado un papel importante en las crisis de SVB y Credit Suisse.

En el pasado, los sectores de fondos de inversión, y otros segmentos de IFNB, han mostrado un comportamiento procíclico, exacerbando las correcciones a la baja de precios, y no hay indicios que señalen que sería esperable un patrón distinto en caso de que se mantenga o intensifique el repunte de la aversión al riesgo. En España, los fondos de inversión presentan una situación de liquidez más holgada, que limita este riesgo. Sin embargo, el conjunto del sector financiero español se vería afectado si se produjeran correcciones en los mercados financieros mundiales, que pueden ser propiciadas por la acumulación de vulnerabilidades en segmentos IFNB de otras geografías.

V4 Signos incipientes de desequilibrios inmobiliarios

El número de compraventas de vivienda y el flujo de nuevo crédito hipotecario se frenaron notablemente en la segunda mitad de 2022, llegando a registrar tasas de variación interanual negativas durante el cuarto trimestre del año. En particular, el volumen de nuevas hipotecas concedidas durante los últimos tres meses de 2022 fue un 5,4% inferior al observado en el mismo período del año anterior. Este freno de la actividad en el mercado de la vivienda estaría influido por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, la elevada incertidumbre y el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación del crédito hipotecario. A pesar de esto, los volúmenes de compraventas y nuevas hipotecas se mantienen por encima de los niveles observados en los años previos a la pandemia.

Los precios de la vivienda también han perdido dinamismo, pero de forma mucho más moderada, a lo que habría contribuido la persistencia de cierta debilidad de la oferta de vivienda. Así, su tasa de crecimiento interanual alcanzaba el 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022, 2,1 pp por debajo de la observada tres meses antes. Los precios de la vivienda se sitúan a diciembre de 2022 un 12,6 % por encima del nivel observado al inicio de la pandemia, lo que suponía un crecimiento 1,1 pp inferior al de los precios de los bienes de consumo en ese periodo (13,7 %). Además, la ratio de precios de la vivienda en relación con la renta de los hogares se sitúa en niveles relativamente elevados y mantiene una tendencia ascendente desde 2014.

En este sentido, los indicadores sobre desequilibrios en los precios de este mercado (en relación con su crecimiento a largo plazo, con los niveles de tipos de interés y renta, etc.) continúan mostrando algunas señales de sobrevaloración desde 2020, si bien estas son contenidas por el momento y el endurecimiento de las condiciones de financiación podría contribuir a su moderación. Debe tenerse en cuenta también que los precios de los nuevos alquileres están experimentando aumentos significativos, que podrían condicionar la evolución de los precios de la vivienda en trimestres futuros.

En el conjunto de 2022, los estándares de concesión de crédito de las nuevas hipotecas para la adquisición de vivienda se han mantenido relativamente estables en niveles prudentes, tanto en relación con el valor del colateral —*loan-to-value*— como con la renta —*loan-to-income*—. El comportamiento expansivo del mercado inmobiliario durante la primera mitad de 2022 no habría estado acompañado así de una mayor asunción de riesgos en estas dimensiones.

A pesar de que el aumento de los tipos de referencia se ha trasladado a mayores tipos de interés de los nuevos préstamos hipotecarios en la segunda mitad de 2022, los diferenciales de los tipos en estas operaciones con respecto a los primeros continuaron estrechándose. Así, la rentabilidad de estas operaciones podría situarse más fácilmente en niveles muy reducidos, o incluso generar pérdidas, ante los posibles repuntes de los costes de financiación bancaria o el deterioro de la capacidad de pago de los prestatarios.

Orientación de la política macroprudencial

Al igual que en el IEF de otoño de 2022, se mantiene la incertidumbre sobre la evolución macroeconómica a corto plazo, si bien los focos de riesgo se han desplazado, en parte, de los mercados energéticos a los financieros y al sector bancario internacional, y a la persistencia de la inflación subyacente. Se sigue también sin observar evidencia de acumulación de desequilibrios sistémicos en el crédito al sector privado en España. De hecho, la brecha de crédito-PIB ajustada al ciclo financiero de España se ha reducido por debajo del umbral de activación del

colchón de capital anticíclico (CCA), como anticipaba su evolución descendente desde 2021 (véase gráfico 10). No se observan tampoco señales de desequilibrio en otros indicadores vinculados al crecimiento del crédito. Además, la normalización de la actividad económica en 2021 y 2022 ha reducido el valor negativo de la brecha de producción, aunque su mejora se ha frenado en la segunda mitad de 2022 por el menor dinamismo de la actividad. En este sentido, será relevante constatar también si la esperada ralentización del mercado inmobiliario se confirma, como así parecen indicar los datos más recientes. Finalmente, el episodio reciente de turbulencias bancarias genera riesgos adicionales a la baja tanto en la evolución del crédito como de la actividad. En consecuencia, los indicadores disponibles son consistentes con el mantenimiento actual del CCA en el 0% y la ausencia de activación de otras medidas macroprudenciales.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS

Desde marzo de este año, la resolución del Silicon Valley Bank (SVB), el deterioro de la situación financiera de otros bancos de tamaño mediano en Estados Unidos y la adquisición del banco suizo Credit Suisse por UBS, con apoyo de las autoridades suizas, han generado un aumento de la aversión al riesgo de los inversores y de la volatilidad de los mercados financieros, y llevado a un recorte a escala global de las cotizaciones bursátiles del sector bancario.

Las cotizaciones de SVB y Credit Suisse venían registrando un peor comportamiento relativo que el resto de las entidades bancarias ya desde abril de 2022 (véase gráfico 1). Desde entonces y hasta marzo de 2023, las valoraciones bursátiles de ambas entidades siguieron una tendencia descendente, en contraste con la estabilidad de la cotización del conjunto del sector bancario de Estados Unidos y la recuperación de la de los bancos europeos. La caída adicional de las cotizaciones de estas dos entidades en marzo de 2023, a medida que su situación financiera se agravaba, se ha trasladado parcialmente al resto del sector bancario, que también ha experimentado caídas en sus cotizaciones. En efecto, las correlaciones entre SVB y Credit Suisse y el resto de entidades bancarias han experimentado repuntes significativos, aunque transitorios, en torno a las fechas de mayor tensión en estas entidades (véase gráfico 2).

Para valorar las implicaciones de estos eventos para la estabilidad financiera del sistema bancario europeo y, en particular, el español, es necesario en primer lugar identificar los elementos idiosincráticos que han contribuido a los problemas financieros de estas dos entidades.

Silicon Valley Bank

En el caso de SVB, este banco presentaba una elevada concentración de sus depósitos entre empresas de *venture capital*, *fintech* y *start-ups*, con lo que presentaba una gran dependencia de depósitos mayoristas para su financiación, en un elevadísimo porcentaje no cubiertos por el fondo de

garantía de depósitos. Así, con los datos contables de 2022 de SVB Financial Group¹, los depósitos representaban el 80% de su pasivo. Sus fuentes de financiación eran por lo tanto de corto plazo y potencialmente muy inestables. Por otra parte, los instrumentos financieros y préstamos a coste amortizado² alcanzaban más del 80% del activo (véase gráfico 3). La mayor parte de estos activos consistían en valores de renta fija a largo plazo, que la institución planeaba mantener hasta su vencimiento, por lo que, hasta que se produjeron las presiones de liquidez, acumulaba importantes minusvalías latentes en un contexto de subidas de tipos de interés.

El volumen de depósitos de SVB había aumentado sustancialmente desde el inicio de la pandemia de COVID-19, en parte por los colchones de liquidez acumulados por las empresas en la base de su clientela en ese período y también por la nueva financiación captada entre los inversores. Su posterior retirada progresiva por las empresas para atender a sus necesidades de liquidez obligó a SVB a vender una fracción relevante de sus valores de renta fija con pérdidas, que trató de cubrir con una ampliación de capital, que compensara el consecuente deterioro de su solvencia.

Ambos factores generaron desconfianza entre sus depositantes, que trataron de reducir sus depósitos hasta el umbral cubierto por el fondo de garantía de depósitos. La retirada de los depósitos fue muy rápida e intensa, excediendo todos los patrones vistos en el pasado, facilitada por las nuevas tecnologías y también por la coordinación que suponen las redes sociales, lo que generó una pérdida rápida de liquidez y de solvencia, al tener que liquidar más activos para atender las peticiones de retiradas de depósitos. Estos desarrollos forzaron la declaración de quiebra de SVB el 10 de marzo de 2023, iniciando la autoridad estadounidense *Federal Deposits Insurance Corporation* (FDIC, por su siglas en inglés) el proceso de resolución³.

Este episodio se produjo en un contexto en el que la regulación bancaria estadounidense exige a los bancos medianos, como SVB, de la obligación de ciertos

1 SVB Financial Group es una sociedad consolidada que englobaba a SVB, SVB Capital, SVB Private y SVB Securities. De acuerdo con la información contable de 2022, los activos medios de SVB representaban más de un 90% de la suma de activos de las unidades del grupo.

2 Bajo este criterio contable, los activos (o pasivos) se recogen en balance por su coste de adquisición y no se actualizan de forma continua a su valor de mercado, de acuerdo con el supuesto de que el tenedor los mantendrá en su balance hasta su vencimiento. En el caso de su venta, es necesaria su actualización a valor de mercado y el reconocimiento de la correspondiente plusvalía o minusvalía.

3 Véase *Comunicado de Prensa* de la FDIC de 10 de marzo de 2023.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

Gráfico 1
COTIZACIONES DE SVB Y CREDIT SUISSE Y DEL CONJUNTO DE LOS SECTORES BANCARIOS DE ESTADOS UNIDOS Y LA EUROZONA (a)



Gráfico 2
CORRELACIONES DE SVB Y CREDIT SUI SSE CON ÍNDICES BANCARIOS (a) (b)



Gráfico 3
ELEMENTOS DE LA ESTRUCTURA DEL ACTIVO Y DEL PASIVO DE SVB FINANCIAL GROUP Y DE CREDIT SUISSE (DICIEMBRE DE 2022) (c)

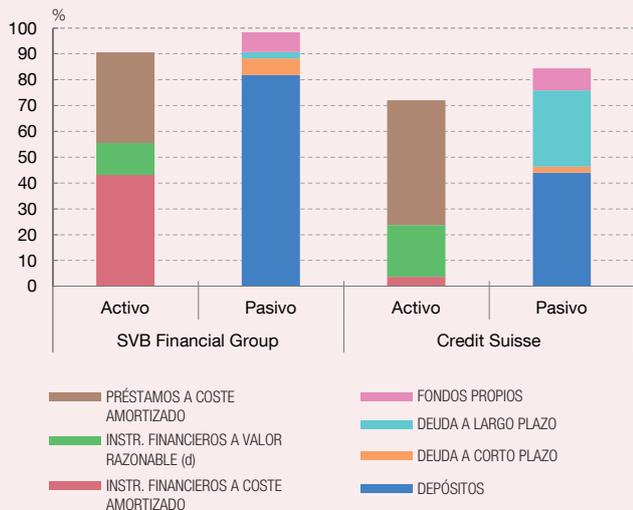
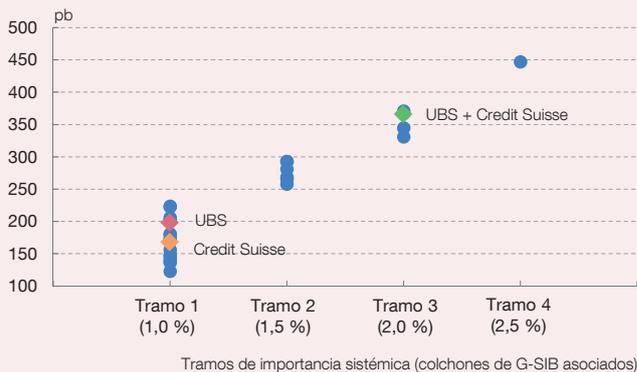


Gráfico 4
PUNTUACIONES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA MUNDIAL TOTALES Y COLCHONES MACROPRUDENCIALES DE CAPITAL ASOCIADOS EN EL MARCO DE G-SIB PARA UBS Y CREDIT SUISSE. DICIEMBRE DE 2021 (e)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Credit Suisse Annual Report 2022, United States Securities and Exchange Commission Form 10-K filed by SVB Financial Group, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a Como índice bancario de Estados Unidos se muestra el S&P 500 Banks, y para el área del euro, el EURO STOXX Banks.
- b Se obtiene el coeficiente de correlación de los rendimientos logarítmicos diarios teniendo en cuenta los tres meses previos a cada fecha. Entre CS y los bancos de Estados Unidos, la correlación observada es similar a aquella de SVB con los bancos de la eurozona, con un máximo en el día 15 de marzo de 2023. Datos actualizados hasta 10 de abril de 2023.
- c SVB Financial Group es una sociedad consolidada que englobaba al Silicon Valley Bank, SVB Capital, SVB Private y SVB Securities. De acuerdo con la información contable de 2022, los activos medios del Silicon Valley Bank representaban más de un 90 % de la suma de los activos de las unidades del grupo.
- d La cartera de instrumentos financieros a valor razonable incluye, de forma general, instrumentos financieros disponibles para la venta y otros en los que no existe un compromiso de mantener la inversión hasta el vencimiento, y así es necesaria una actualización frecuente a su valor razonable.
- e El gráfico muestra las puntuaciones de las 30 entidades que el FSB y el BCBS designaron como G-SIB en el último ejercicio disponible de Basilea. A título informativo, se ilustra la posición estimada de la nueva entidad («UBS + Credit Suisse») a partir de la suma de las puntuaciones obtenidas separadamente por UBS y Credit Suisse.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

requerimientos prudenciales tanto de liquidez —ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y ratio de financiación neta estable (NSFR, por sus siglas en inglés)— como de solvencia⁴, en el que se les realiza pruebas de resistencia menos frecuentes que en el caso de los bancos de mayor tamaño y se les permite optar por no reflejar en su nivel de capital regulatorio las pérdidas no realizadas de los valores de su balance clasificadas como «disponibles para la venta»⁵.

Credit Suisse

En el caso de Credit Suisse, una entidad de importancia sistémica mundial, el deterioro de la confianza de los inversores ha estado muy influido por las pérdidas vinculadas a su negocio de banca de inversión, a la ejecución pasada de estrategias de inversión de alto riesgo fallidas, como los casos de Archegos y Greensill, y a la materialización de riesgos operativos, en particular ligados a casos de blanqueo de capitales, que dañaron significativamente la percepción de su fiabilidad, algo fundamental en el negocio bancario.

Esta entidad se encontraba, de hecho, en un proceso complejo de transformación de su modelo de negocio y había estado sujeta a retiradas de liquidez significativas en el último trimestre de 2022⁶. La ratio de cobertura de liquidez o LCR para esta entidad había experimentado un descenso progresivo desde finales de 2021, cuando esta se situaba en el 203 %, hasta el 144 % promedio diario de tres meses a finales de 2022.

A diferencia del caso de SVB, no se observa una relación entre la estructura de depositantes o de carteras contables de Credit Suisse y las crisis que ha experimentado. En el activo, destaca el peso de préstamos a coste amortizado (50 %) e instrumentos financieros a valor razonable (20 %),

con un porcentaje limitado de instrumentos a coste amortizado (4 %). La mayor parte del pasivo de esta entidad está relativamente equilibrada entre deuda a largo plazo y depósitos, el 30 % y el 44 %, respectivamente (véase gráfico 3). En cualquier caso, esto no previno los problemas de gestión de riesgos financieros en esta entidad.

Las autoridades suizas aprobaron el 19 de marzo de 2023 la adquisición de Credit Suisse por UBS, comprometiéndose a apoyar la fusión tanto con la provisión de liquidez por parte del Banco Nacional Suizo como con garantías estatales para cubrir potenciales pérdidas en ciertos activos de la cartera de Credit Suisse. Además, sobre la base de los riesgos para la estabilidad financiera que planteaba la situación de Credit Suisse, se aprobó la amortización forzada de todos los instrumentos de renta fija AT1 (también conocidos como CoCos, *Contingent Convertibles*) de la entidad, imponiendo a sus tenedores unas pérdidas de 16 mm de euros⁷. Esta posibilidad estaba contemplada en las cláusulas de emisión de estos instrumentos financieros, siendo el detonante para su activación la ayuda financiera del estado a la entidad, que no entró en resolución, optándose por esta solución privada.

La nueva entidad resultante de la unión de Credit Suisse y UBS se situará entre las cinco mayores entidades de importancia sistémica mundial (G-SIBs, por sus siglas en inglés) (véase gráfico 4). Atendiendo a las categorías de indicadores empleadas en la medición del nivel de importancia sistémica, UBS superaba hasta ahora a Credit Suisse en diversas métricas, en particular, en las relativas a las interconexiones con otras entidades financieras y a la escala de su actividad internacional (véase gráfico 5), si bien ambas entidades estaban presentes en alrededor de medio centenar de países y

4 En 2018 se publicó la *S.2155 - Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act*, que incrementaba el tamaño mínimo de activos a partir del cual a los bancos se les requería la realización de ejercicios de pruebas de resistencia internos, en los Estados Unidos. El desarrollo normativo de la Prudential Standards, 84 Fed. Reg. 59,032 estableció la realización de pruebas de resistencia cada dos años a los bancos con activos de entre 100 mm y 250 mm de dólares. Dado su volumen de activos, SVB no había estado sujeto a estos requerimientos en 2021.

5 La FDIC dio la opción a los bancos estadounidenses más pequeños y de enfoque no avanzado de excluir cualquier pérdida o ganancia en sus carteras disponibles para la venta (sujetas por ello al riesgo de interés) de sus cálculos de CET1. Véase *324.22 Regulatory capital adjustments and deductions*. Típicamente, las exposiciones disponibles para la venta deben reflejar su valor razonable y este debe actualizarse con frecuencia, a diferencia de las de coste amortizado. Este tratamiento representa así una excepción a los principios generales de valoración contable y prudencial.

6 Credit Suisse señalaba en su informe anual de 2022 (*Credit Suisse 2022 Annual Report*) que en el último trimestre del año pasado había experimentado problemas de liquidez relacionados con las mayores retiradas de depósitos en efectivo y con la no renovación de depósitos a plazo vencidos.

7 Véase *Anuncio de Aprobación de la Fusión de Credit Suisse y UBS* del 19 de marzo de la Autoridad Supervisora Suiza del Mercado Financiero (FINMA, por sus siglas en inglés).

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

tenían alcance global. Por el contrario, Credit Suisse presentaba un mayor grado de sustituibilidad de servicios prestados (frente a otros bancos), reflejo de su mayor participación en los segmentos de negocio relacionados con la suscripción y compra-venta de valores, y las actividades de pagos.

La integración de Credit Suisse en UBS deparará un incremento de su colchón de capital como entidad sistémica. UBS y Credit Suisse, por separado, ya venían siendo objeto de designación como G-SIB por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS). La puntuación obtenida en el último ejercicio de identificación de G-SIB, en 2022, sitúa a UBS y a Credit Suisse como la 17ª y la 23ª entidades bancarias más sistémicas, respectivamente. La actividad inherente a la metodología de G-SIB de Basilea permite estimar que la nueva entidad tendrá que asumir un colchón macroprudencial asociado del 2%,

superior al 1% actual de UBS y Credit Suisse (véase gráfico 4). Esto podría cambiar a medio plazo teniendo en cuenta que el acuerdo de adquisición supone desinversiones en ciertas áreas de negocio. En cualquier caso, todo ello señala la relevancia para la estabilidad financiera global de que las autoridades suizas completen con éxito la estabilización de su sector bancario.

Impacto de Credit Suisse en el mercado de AT1⁸

Las pérdidas infligidas sobre los tenedores de bonos AT1 de Credit Suisse generaron una gran incertidumbre en los mercados financieros, en particular por ser compatibles con una recuperación parcial de la inversión de los accionistas, alterando las expectativas sobre el orden de prelación. Así, contribuyeron a las caídas bursátiles en la semana posterior al anuncio y a un fuerte incremento en los rendimientos de los CoCos de los bancos europeos (véase gráfico 6). Este deterioro se trasladó de modo

Gráfico 5
PUNTUACIONES DE IMPORTANCIA SISTÉMICA MUNDIAL TOTALES Y POR CATEGORÍAS DE INDICADORES, PARA UBS Y CREDIT SUISSE. DICIEMBRE DE 2021 (a)

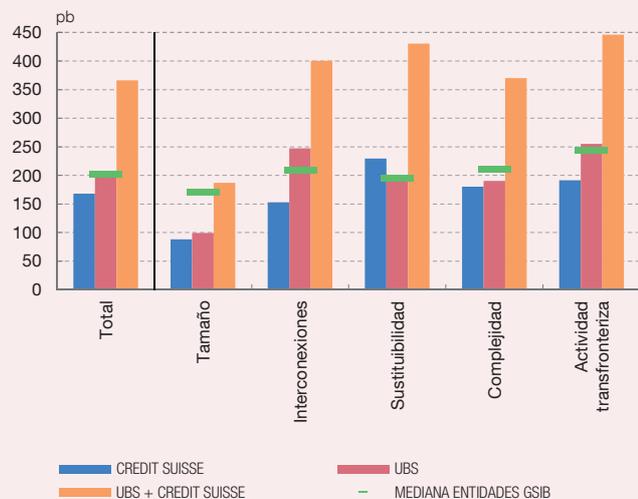
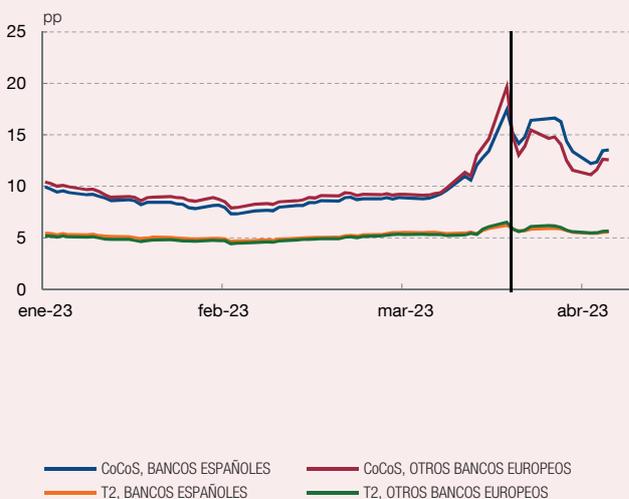


Gráfico 6
RENDIMIENTOS DE INSTRUMENTOS AT1 Y T2 EMITIDOS POR BANCOS EUROPEOS (b)



FUENTES: Dealogic, Refinitiv Datastream, Banco de Pagos Internacionales y Banco de España.

- a El gráfico muestra las puntuaciones obtenidas por UBS y Credit Suisse en el último ejercicio de G-SIB disponible de Basilea. Se simulan las puntuaciones de la nueva entidad a partir de la suma de las puntuaciones obtenidas separadamente por UBS y Credit Suisse. Las líneas horizontales denotan la mediana de las puntuaciones obtenidas por las 30 entidades identificadas como G-SIB.
- b La rentabilidad se obtiene como la media ponderada por volumen del tipo de interés negociado en el mercado secundario para los diferentes tipos de bonos de bancos cotizados españoles y una muestra de bancos europeos. CoCo: deuda computable como Tier 1 (deuda convertible contingente); T2: Deuda que cumple con la normativa Tier 2.

8 Los instrumentos de capital de nivel 1 adicional (AT1, por sus siglas en inglés), son instrumentos que, sin cumplir todas las condiciones para ser considerados capital de nivel 1 ordinario, permiten la absorción de pérdidas mientras la entidad continúa en funcionamiento. Véase FSI (2019), *Definition of capital in Basel III - Executive Summary*, FSI Executive Summary.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

mucho más moderado a otros instrumentos de renta fija emitidos por los bancos europeos.

Ante esta situación, la Junta Única de Resolución (JUR), la Autoridad Bancaria Europea (ABE) y el Banco Central Europeo (BCE) emitieron una declaración conjunta⁹ para clarificar que en el marco de resolución de la Unión Europea, los instrumentos de capital CET1 son los primeros en absorber pérdidas, y sólo después de su uso completo, podrían ser amortizados los instrumentos AT1. Este enfoque ha sido aplicado en el pasado, y continuará guiando las acciones de JUR y BCE en cualquier intervención de crisis. Así mismo, estas autoridades indicaron que los instrumentos AT1 continuarán siendo un elemento importante de la estructura de capital de los bancos europeos. Esta declaración conjunta de la JUR, la ABE y el BCE, logró estabilizar los precios de los CoCos de bancos europeos.

En cualquier caso, es necesario monitorizar con atención la capacidad de los bancos europeos de obtener financiación a través de esta clase de instrumentos. Las tenencias de CoCos de los inversores residentes en la zona del euro se concentran en la cartera de fondos de inversión (véase gráfico 7), que tienen un apetito por el riesgo mayor que otros inversores institucionales, pero que oscila de forma cíclica, y que podría verse reducido en un escenario de empeoramiento de las condiciones financieras globales. Son también muy relevantes las tenencias de instrumentos AT1 de residentes de fuera del área del euro, para los que se dispone de menos información¹⁰.

Posicionamiento del sector bancario español

Distintos elementos idiosincrásicos que han conducido a los episodios de tensión de SVB y Credit Suisse no están presentes en las entidades bancarias europeas, y en particular en las españolas; por tanto, no puede hacerse una traslación mecánica de la experiencia de estas entidades al conjunto de estos sectores bancarios diferentes.

Cabe destacar que el sector bancario de la zona del euro y, en particular, el español, se enfrenta a estas tensiones en los mercados con una elevada capacidad de resistencia

y con posiciones de capital y de liquidez elevadas. Esto ha sido el resultado de la reforma regulatoria acordada a escala internacional en la última década que, en el caso europeo, se ha aplicado a todas las entidades bancarias, con requerimientos estrictos de capital y de liquidez para todas las entidades, con independencia de su tamaño.

Además, la particular orientación del sistema bancario español al segmento minorista ha contribuido recientemente tanto a una evolución positiva de la rentabilidad en un contexto de incremento de tipos de interés, como a una posición favorable de liquidez y condiciones de financiación. Así, las entidades españolas han aumentado de manera significativa su rentabilidad en el último año, que ha llegado a superar el coste del capital, habiéndose beneficiado del efecto positivo del incremento de los tipos de interés sobre el margen de intermediación de las entidades y el aumento de las comisiones.

Es igualmente relevante notar que el riesgo de contagio al sistema financiero español de los problemas de Credit Suisse a través de exposiciones financieras directas es muy moderado. Por una parte, las exposiciones crediticias directas mediante préstamos interbancarios son reducidas. Adicionalmente, las operaciones de derivados o de préstamos de valores y acuerdos de recompra (repo) con Credit Suisse de las entidades bancarias españolas son muy limitadas. Finalmente, de acuerdo con datos de Refinitiv, Credit Suisse no es un actor destacado en el mercado de préstamos sindicados, por lo que las operaciones conjuntas de los bancos españoles con esta institución no tienen relevancia sistémica. Es necesaria, sin embargo, cierta cautela, al no disponerse de información completa sobre las posibles conexiones indirectas a través de exposiciones comunes a intermediarios financieros no bancarios o empresas no financieras.

A continuación, debido a su especial relevancia en los episodios de tensión de SVB y Credit Suisse, se analizan en más profundidad la situación de liquidez y la composición de la cartera de instrumentos financieros y préstamos para los bancos españoles y de otros países europeos.

⁹ Véase SRB, EBA and ECB Banking Supervision statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities, de 20 de marzo

¹⁰ Una gran parte de los tenedores de los CoCos europeos están en la cartera de inversores de fuera de la zona euro, donde no es posible la identificación del sector al que pertenecen.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

Gráfico 7
DISTRIBUCIÓN DE LAS TENENCIAS DE INSTRUMENTOS AT1 EMITIDOS POR BANCOS EUROPEOS (a)

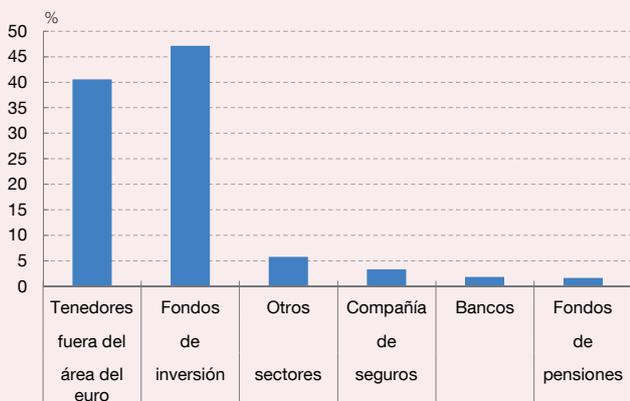


Gráfico 8
COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS LÍQUIDOS DE ALTA CALIDAD Y SALIDAS DE FONDOS EN LA RATIO LCR EN DICIEMBRE DE 2019 Y 2022 EN ESPAÑA (b)

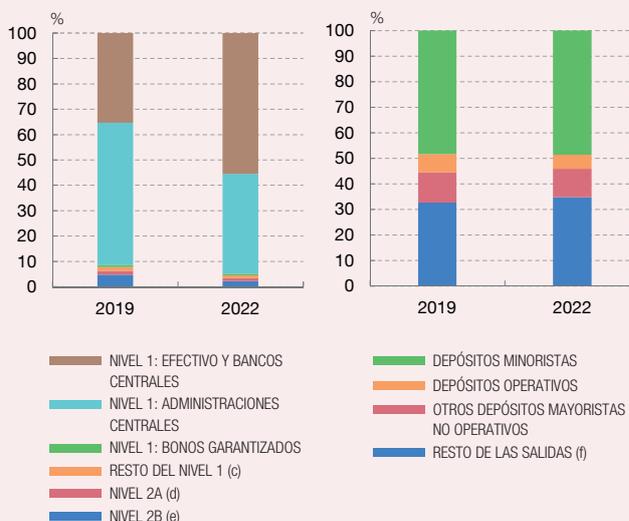


Gráfico 9
COMPARATIVA EUROPEA DE LA COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS (AF) Y LAS EXPOSICIONES SOBERANAS (SOB) POR MÉTODO DE VALORACIÓN. (g)
Diciembre 2022

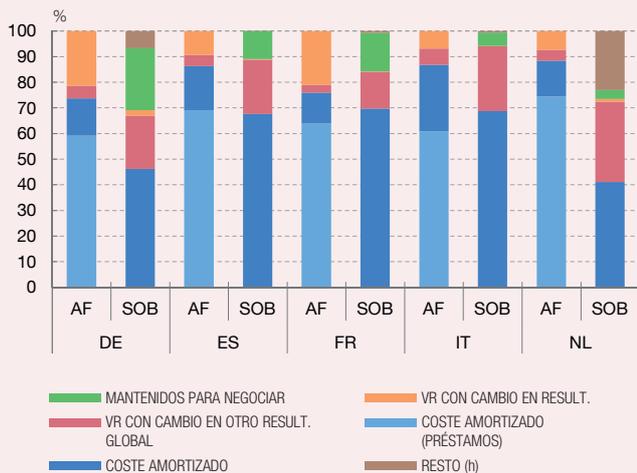
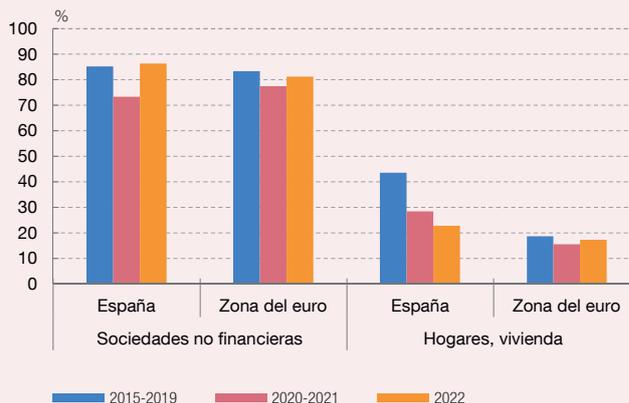


Gráfico 10
PROPORCIÓN DE NUEVO CRÉDITO CONCEDIDO A TIPO VARIABLE SOBRE EL TOTAL POR LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS Y DE LA ZONA DEL EURO (i)



FUENTES: Dealogic, SHS, Banco de España, Autoridad Bancaria Europea y Banco Central Europeo.

- a Se muestra para cada tipo de tenedor la fracción que posee del saldo vivo de los instrumentos AT1, cuyos rendimientos se analizan en el gráfico 6, que incluye los bancos españoles y una muestra de bancos europeos. Dentro de otros sectores se incluye a hogares y sociedades no financieras.
- b La LCR, se construye como la ratio de activos líquidos de alta calidad y las salidas netas (diferencias de salidas y entradas) de liquidez durante un plazo de 30 días.
- c Incluye otros activos de calidad sumamente elevada.
- d Incluye activos de calidad elevada, como activos de bancos centrales y administraciones centrales, regionales y locales de terceros países, bonos garantizados y otros activos de calidad elevada.
- e Incluye acciones con índice bursátil importante, bonos de titulación con nivel de calidad crediticia 1 y valores representativos de deuda de empresas de nivel de calidad crediticia 2/3, así como otros activos de calidad elevada.
- f Otras salidas como las derivadas de operaciones de préstamo garantizadas y de operaciones vinculadas al mercado de capitales, otras salidas de depósitos no garantizados, salidas adicionales, líneas comprometidas, descubiertos y otros pasivos.
- g Las exposiciones soberanas se integran dentro del conjunto de activos financieros. Los activos financieros a coste amortizado se registran por su coste de adquisición y no se actualizan de forma continua en función de su valor de mercado. Por el contrario, en los activos financieros a valor razonable (VR) y los mantenidos para negociar sí se produce una actualización frecuente de su valor de mercado.
- h Incluye exposiciones soberanas destinadas a negociación, no destinadas a negociación valoradas obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados, en patrimonio neto o valorados por un método basado en coste y otros activos financieros no destinados a negociación.
- i Se consideran operaciones a tipo variable aquellas a tipo flexible o con fijación del tipo de interés inicial por un período inferior a un año.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)**Situación de liquidez**

Los bancos españoles presentan ratios elevadas de liquidez, tanto a corto plazo como considerando la financiación estable en un plazo más prolongado (véase gráfico 2.10 en texto principal del capítulo 2), situándose en el rango alto de la distribución de estas métricas entre sus pares europeos. Como ya se ha mencionado, la orientación minorista del negocio de los bancos españoles —en claro contraste, por ejemplo, con SVB— contribuiría a esta buena posición de liquidez y a la estabilidad y diversificación de sus fuentes de financiación.

La posición de liquidez a corto plazo de las entidades de depósito españolas ha mejorado en los últimos años. Concretamente, para el total de estas, la ratio de cobertura de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) a diciembre de 2019 se situaba algo por debajo del 170 %, mientras que ascendía hasta un nivel próximo al 180 % en diciembre de 2022. En el último año, esta ratio ha descendido 29 puntos porcentuales (pp), a lo que ha contribuido el endurecimiento de la política monetaria del BCE, y en particular la reducción de operaciones TLTRO. En la medida en que esta ratio se sitúa por encima del 100 % requerido, las entidades no necesitarían acudir a corto plazo al mercado para cubrir las salidas de liquidez en un escenario de tensión a 30 días definido de acuerdo con los parámetros regulatorios del LCR. Esto limitaría la posibilidad de que se produjeran repuntes abruptos de sus costes de financiación.

Profundizando en la composición de los activos líquidos de alta calidad (*High Quality Liquid Assets*, HQLA, por sus siglas en inglés) de las entidades españolas, que han de actuar como colchón ante potenciales retiradas de liquidez de sus clientes, se observa una elevada concentración en los activos de mayor calidad (véase panel izquierdo del gráfico 8). La proporción del total de los activos de nivel 1 (máxima calidad) aumentó en 2022 respecto a 2019, pasando del 92,3 % al 95,5 % del total, destacando el nivel y el crecimiento del efectivo y las reservas y otros activos en bancos centrales, cuya valoración no se ve afectada por las oscilaciones de los tipos de interés.

Respecto a la composición de las partidas de pasivo susceptibles de experimentar salidas de liquidez, ésta prácticamente no ha variado en los últimos tres años, siendo los depósitos de minoristas el componente mayoritario, con un peso cercano al 50 % del total (véase

panel derecho del gráfico 8). En cuanto a los depósitos mayoristas susceptibles de mayores salidas, mantenidos por razones operativas o por otros motivos, representaban un porcentaje cercano al 15 % del total de los pasivos susceptibles de salidas, tanto en 2019 como en 2022.

En cualquier caso, a escala europea y nacional, la supervisión mantendrá un seguimiento estrecho de la posición de liquidez de las entidades bancarias, para asegurar que no se reducen los colchones disponibles, lo que aumentaría la vulnerabilidad frente a potenciales retiradas de fondos de los inversores. Además, el BCE también ha anunciado la existencia de un amplio abanico de instrumentos que se podrían activar para mitigar de forma inmediata cualquier riesgo en este ámbito.

Clasificación contable de activos financieros

En lo que respecta a la evaluación de la solvencia, un aspecto importante del caso SVB ha estado relacionado con el peso y con cómo se valoran, a efectos de cómputo de capital, las tenencias bancarias de instrumentos financieros, en particular los de renta fija. En este sentido, la estructura de activo en el balance de los bancos españoles es similar a la del resto de las entidades bancarias europeas. Además, hay que tener en cuenta que una parte de los activos de renta fija en manos de los bancos españoles —como en otros bancos europeos o internacionales— está clasificada como disponible para la venta y, de acuerdo con el tratamiento regulatorio de estas carteras en la Unión Europea, se encuentra valorada a precios de mercados; por tanto, sus minusvalías o plusvalías potenciales ya se han ajustado con cargo al capital de las entidades. Esta es una diferencia muy importante en relación con los bancos medianos de Estados Unidos, que disponían de exenciones contables en este ámbito.

Los bancos europeos y españoles cuentan también con otra parte de las carteras de renta fija que pretenden mantener hasta la fecha de vencimiento; por tanto, se encuentran clasificadas y contabilizadas como tal. Estas carteras se consideran una herramienta de gestión de los riesgos de balance por parte de las entidades, lo que permite reducir su volatilidad y, sobre todo, su prociclicidad. Como ya se ha señalado antes, estas carteras se contabilizan a coste amortizado, no a su valor de mercado. Solo si las entidades venden estas carteras antes de la fecha de vencimiento, se materializarán las potenciales

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

minusvalías no realizadas, precisamente en el momento de la venta. Cabe destacar, en cualquier caso, que, a efectos del cálculo de la ratio LCR, estos activos se computan por valor de mercado, que es lo adecuado para propósitos de liquidez. Dadas las elevadas ratios de liquidez con que cuentan las entidades españolas y la mejora de la cuenta de resultados que se ha producido en 2022, esta circunstancia de ventas forzadas antes de vencimiento es poco probable.

Específicamente, en diciembre de 2022 el 86,2 % de los activos financieros, —incluidos, por tanto, los préstamos— y el 67,5 % de las exposiciones soberanas de las principales entidades españolas estaban medidos bajo el criterio de coste amortizado, porcentajes similares a los de 2019 y en línea con los de las principales entidades comparables a escala europea (véase gráfico 9). Para el total de los activos financieros, los bancos de Alemania y Francia presentan el menor porcentaje de exposiciones a coste amortizado, en torno al 75 %, mientras que, para las exposiciones soberanas, son los bancos de Alemania y Países Bajos los que presentan menores pesos, en torno al 45 % de este criterio de clasificación. Para el caso de las entidades españolas, el mayor peso sobre activos financieros de las exposiciones a coste amortizado (80,1 %) en diciembre de 2022 correspondía a préstamos, y no a instrumentos negociables de renta fija. Las exposiciones soberanas representaban un 14,1 % del total de sus activos financieros en esa fecha (situándose la mediana de los principales países europeos en el 11,6%).

En la valoración de los riesgos asociados a la cartera de préstamos, es necesario considerar también la proporción asociada a esquemas de remuneración de tipo fijo y variable. Si la mayoría de los préstamos englobados bajo la cartera a coste amortizado son concedidos a tipo variable, esto ofrece a las entidades una cobertura natural ante escenarios de incrementos de los tipos de interés como el actual.

En este sentido, la proporción de crédito nuevo concedido por las entidades bancarias españolas a tipo variable¹¹ a sociedades no financieras se ha mantenido estable en los últimos años, siendo del 86,2% en 2022, ligeramente por encima del nivel de la zona euro del 81,2 % (véase gráfico 10). En el caso de los préstamos para compra de

vivienda, en los últimos años, los créditos a tipo fijo han supuesto el grueso de las nuevas operaciones, reduciéndose el volumen de crédito nuevo a tipo variable hasta el 22,7 % en 2022, todavía 5,5 pp por encima de la cifra del conjunto del área del euro. Sin embargo, para el caso de España, la predominancia histórica de la concesión de préstamos a tipo variable y el largo período de amortización de estos créditos (plazo residual medio de cerca de 20 años a finales de 2022) limita el peso de los préstamos a tipo fijo sobre el saldo total de préstamos para adquisición de vivienda a un nivel algo inferior al 30 % a cierre de 2022.

Valoración del entorno global de riesgos

Una vez analizadas las dimensiones de balance más directamente relevantes para entender la capacidad de resistencia de las entidades europeas, y en particular españolas, frente a episodios de tensión como los que han golpeado a SVB y Credit Suisse, es necesario también tomar una perspectiva más amplia de los escenarios de riesgo que afronta el sector bancario. En una coyuntura macrofinanciera en la que ha sido necesario un rápido aumento de los tipos de interés para contener las presiones inflacionarias, los bancos afrontan distintos riesgos de signo opuesto sobre sus márgenes de interés, el valor de sus tenencias de instrumentos financieros y la calidad crediticia de sus balances.

Por un lado, aquellos bancos en los que los tipos medios de activo se han adaptado más rápido a la nueva situación que los de pasivo (por ejemplo, aquellos con mayor peso de los préstamos a tipo variable y/o con menores plazos de vencimiento, y con un mayor peso de la financiación minorista) están experimentando una mejora sustancial de los márgenes de interés, lo que ha impulsado su rentabilidad. Por el contrario, de forma general, aquellas exposiciones financieras con una remuneración fija (por ejemplo, tenencias de bonos, especialmente cuanto mayor es su vencimiento) han visto reducido su valor. Además, conforme se prolongue el período de tipos de interés más elevados, es más probable que se produzcan ajustes adicionales al alza del coste de financiación de los bancos y, a más medio plazo, cierto deterioro de la calidad del riesgo de crédito. La medida en la que distintos

11 A estos efectos, partiendo de la información contenida en los estados sobre tipos de interés reportados al BCE sobre volúmenes de nuevas operaciones de préstamo, se consideran operaciones a tipo variable aquellas a tipo flexible o con fijación del tipo de interés inicial por un periodo inferior a un año.

ANÁLISIS DE LOS EFECTOS DE LAS TURBULENCIAS BANCARIAS GLOBALES DE MARZO DE 2023 SOBRE LA ESTABILIDAD DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (cont.)

bancos y sistemas financieros estén posicionados frente a estos riesgos, que ha recibido ahora una mayor atención de los inversores, determinará su grado de resistencia.

En este sentido, en un entorno de incertidumbre tan elevado como el que llevamos viviendo en los últimos meses, incluido en relación con grado de endurecimiento futuro de la política monetaria, resulta necesario que las entidades bancarias españolas lleven a cabo una política prudente de planificación de provisiones y de capital, que permita aprovechar su posicionamiento favorable y destinar parte del incremento de los beneficios que se está produciendo en el corto plazo a aumentar adicionalmente la capacidad de resistencia del sector. Esto permitiría afrontar en mejor situación las posibles pérdidas que se producirían en el caso de que se materialicen los distintos escenarios de riesgo que identificamos en este momento, descritos en más detalle el Resumen de este IEF.

Importancia de la supervisión y Unión Bancaria

Hay que subrayar también el papel de la supervisión de las entidades en este entorno de incertidumbre. En el seno del Mecanismo Único de Supervisión, ya antes de que se pusieran de manifiesto los eventos bancarios recientes, se establecieron determinadas prioridades supervisoras que precisamente trataban de mitigar y anticipar potenciales efectos adversos del contexto macroeconómico actual. En particular, se puso el foco supervisor en el riesgo de tipos de interés que afrontaban las entidades y en la sostenibilidad de sus planes de financiación, cuestiones que resultan cruciales en un contexto de incrementos de los tipos de interés y retirada

de la liquidez. Y se exigió a los bancos europeos más expuestos que mejoraran la manera en que realizan el seguimiento y gestión de este riesgo e incluso se solicitó a algunos de ellos que fueran más conservadores en los supuestos de tipos de interés y en la calibración y validación de los modelos.

Del mismo modo, cuando aparecieron los casos de interconexiones del sector bancario con intermediarios financieros no bancarios, como el caso de Archegos, que afectó particularmente a Credit Suisse, como ya se ha señalado antes, también se decidió focalizar la supervisión en analizar los riesgos para los bancos europeos de este tipo de exposiciones.

Finalmente, los episodios de SBV y Credit Suisse han subrayado la conveniencia de fortalecer la integración de la Unión Bancaria. A este fin, resultaría necesario un acuerdo de los líderes de la UE sobre la propuesta de implementación de un fondo europeo de garantía de depósitos plenamente mutualizado (EDIS, por sus siglas en inglés). Un compromiso para establecer este mecanismo tendría un impacto positivo en la confianza de los ciudadanos y los mercados, y contribuiría a una mayor compartición de riesgos entre los países y, por tanto, a reducir potenciales episodios de fragmentación. Este tercer pilar de la unión bancaria, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los arreglos institucionales de toma de decisiones de supervisión bancaria y resolución, que ya se encuentran centralizados desde hace casi una década con el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución.

1

RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

1 RIESGOS DEL ENTORNO MACROFINANCIERO

Tanto en España como a nivel global, el crecimiento económico se moderó en la última parte de 2022, y en el arranque de 2023 continúa siendo débil, aunque es algo más intenso de lo que se anticipaba hace unos meses. Los riesgos para el crecimiento económico a corto y medio plazo se mantienen a la baja. Entre los factores que apuntan en esta dirección, destaca el desarrollo incierto de la guerra en Ucrania, así como la posibilidad de que las tensiones recientes en los mercados financieros internacionales se traduzcan en un endurecimiento significativo de las condiciones financieras.

Las tasas de inflación general se han moderado desde los máximos alcanzados en el tercer trimestre del año, tanto a nivel global como en España, pero persisten tensiones inflacionistas significativas y la inflación subyacente se mantiene elevada.

En los mercados emergentes se ha producido una mejoría de las condiciones, pero ello es compatible con la presencia de bolsas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas.

Este contexto de debilidad en el crecimiento económico, junto con las tensiones inflacionistas y el aumento de los tipos de interés, se está traduciendo en un deterioro de la situación económica y financiera de los segmentos de empresas y familias más vulnerables. En el caso de las AAPP, aunque el déficit se ha reducido en 2022 más de lo que se anticipaba, no se prevén descensos adicionales significativos durante los próximos años ni en esta variable ni en la deuda pública, en términos de PIB.

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 Países sistémicos y de importancia material

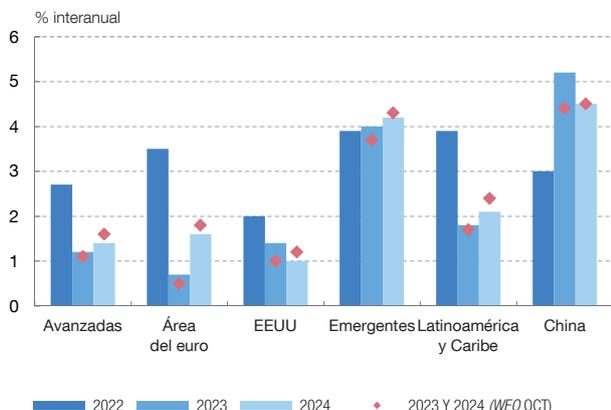
El crecimiento global y la inflación se moderaron en la última parte de 2022. El debilitamiento del ritmo de avance de la actividad económica fue el resultado de la conjunción de varios factores: las altas tasas de inflación —impulsadas por el alza de los precios de las materias primas—, que erosionaron la renta disponible y el consumo de las familias; la elevada incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania; y el endurecimiento de las condiciones financieras globales, reflejo del mayor nivel de riesgos y del tono más restrictivo de las políticas monetarias.

En las principales economías, las perspectivas de crecimiento para 2023 continúan apuntando a una desaceleración que, no obstante, podría ser algo

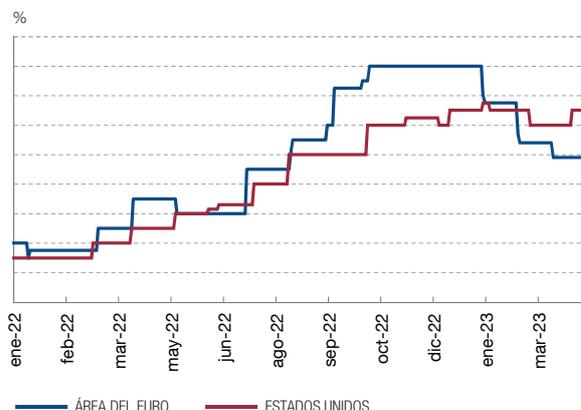
LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL CONTINÚA DESACELERÁNDOSE Y LA INFLACIÓN GENERAL SE HA MODERADO

Las perspectivas de crecimiento para 2023 continúan apuntando a una desaceleración de la actividad, aunque inferior a la esperada hace unos meses. Al mismo tiempo, persisten las tensiones inflacionistas, aunque estas también se han moderado y los bancos centrales han reducido el ritmo de subidas de los tipos de interés, que fueron muy rápidas y pronunciadas en 2022.

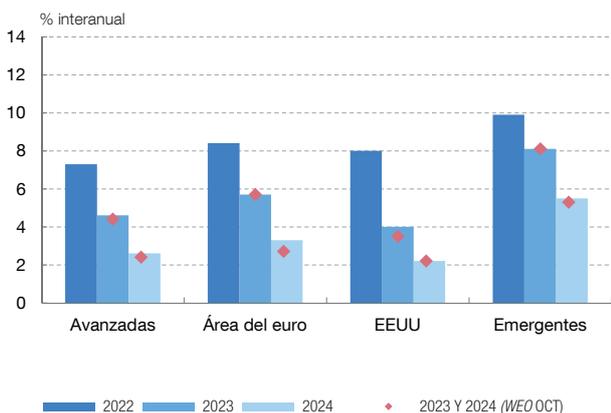
1 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB (2022-2024) (a)



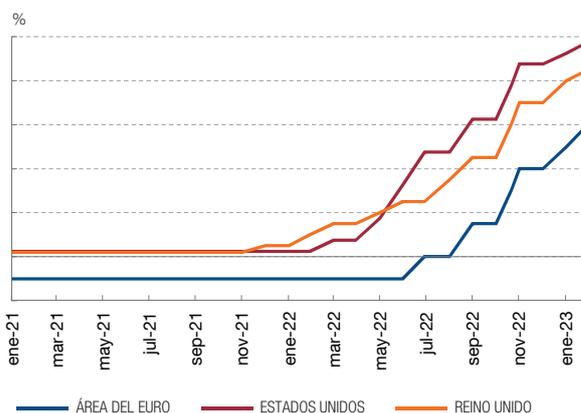
2 PROBABILIDAD DE RECESIÓN A UN AÑO: ÁREA DEL EURO Y EEUU (b)



3 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN (2022-2024) (a)



4 POLÍTICA MONETARIA: TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg, estadísticas nacionales y Refinitiv.

a FMI, WEO de enero 2023.

b Estos indicadores se basan en las respuestas a encuestas realizadas por Bloomberg sobre la probabilidad de una recesión en el plazo de un año. Los índices utilizados son: US Recession Probability Forecast Index y Eurozone Recession Probability Forecast Index.

menor que la anticipada (véase gráfico 1.1.1). Entre los elementos de soporte, cabe destacar la corrección de los precios de la energía y de otras materias primas, un cierto alivio de los cuellos de botella en las cadenas de producción globales, el comportamiento mejor de lo esperado de los mercados de trabajo o la utilización de parte de los colchones de ahorro acumulados durante la crisis del COVID-19. En el área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) proyecta para 2023 un crecimiento muy moderado del PIB —del 1%—, lo que supone una revisión al alza frente a sus previsiones de finales del año pasado. En Estados Unidos, la actividad se ha mostrado también más resiliente de lo esperado, si bien con registros de consumo relativamente

débiles y con una caída en la compra de inmuebles (véase gráfico 1.1.2). Por último, en China la apertura definitiva de la economía tras el abandono de la estrategia de COVID-cero contribuirá, por una parte, a la normalización de las cadenas globales de suministro, pero, por otra, también impulsará el crecimiento y la demanda de importaciones energéticas, con efectos contrapuestos en la inflación global, moderadores en el primer caso y expansivos en el segundo.

A pesar de la mejora relativa de las perspectivas económicas, los riesgos para el crecimiento global se mantienen a la baja. El desarrollo incierto de la guerra en Ucrania —sus implicaciones geopolíticas y las consecuencias de estas para los precios y la disponibilidad de gas y otras materias primas, y sus efectos sobre el comercio y la polarización de la economía global— continúa siendo la principal fuente de riesgo para la economía mundial y, muy en particular, para el área del euro. Por su parte, de no aminorar las turbulencias en los mercados financieros que emergieron recientemente como resultado de las tensiones en algunas entidades bancarias en Estados Unidos y Europa, el deterioro en la confianza constituiría un sustancial riesgo adicional al crecimiento.

Las tasas de inflación general se han moderado a nivel global desde los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2022, pero persisten tensiones inflacionistas significativas y la inflación subyacente se mantiene elevada. De cara al futuro, se espera que mejoras adicionales en la solución de los problemas en los cuellos de botella y el debilitamiento de la demanda global, fruto del endurecimiento de las condiciones financieras, ejercerán un efecto de contención de la inflación. En este sentido, el reciente endurecimiento de las condiciones financieras ampliaría ese efecto desinflacionario. En sentido contrario, se prevé la retirada de muchas de las medidas implementadas por los Gobiernos para mitigar el efecto de las subidas de precios sobre los hogares más vulnerables. Y los precios de la energía podrían verse afectados por nuevos impulsos de demanda tras el abandono de la política de COVID-cero por parte de China, o por perturbaciones negativas de oferta en función de la materialización de los riesgos geopolíticos. Las previsiones más recientes del BCE sitúan la inflación del área del euro en el 5,3 % en 2023 y en el 2,9 % en 2024 (véase gráfico 1.1.3).

Los bancos centrales han continuado endureciendo sus políticas monetarias, aunque han moderado el ritmo de subidas de tipos de interés. Entre las principales economías avanzadas, tras varias subidas de 75 puntos básicos (pb), el BCE ha optado por aumentos de 50 pb en sus últimas decisiones de política monetaria, llevando el tipo de interés de la facilidad de depósito al 3 % (véase gráfico 1.1.4). Por su parte, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra elevaron, respectivamente, el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el rango del 4,75 % - 5 %, y el tipo de referencia hasta el 4,25 %. En respuesta a las tensiones financieras ocasionadas por los problemas en algunos bancos, la Reserva Federal introdujo nuevas facilidades de liquidez. Sin embargo, el tono más restrictivo de la política monetaria ha implicado

la adopción, de forma general, de medidas de reducción del tamaño de los balances de los bancos centrales. En el caso del área del euro, el BCE ha decidido reducir las tenencias de valores de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en un promedio de 15 mm de euros mensuales durante el período comprendido entre marzo y junio de 2023.

El endurecimiento del tono de las políticas monetarias ha respondido a la necesidad de reconducir la inflación hacia valores compatibles con los objetivos de estabilidad de precios de medio plazo. En este sentido, los principales bancos centrales coinciden en enfatizar la necesidad de mantener los tipos elevados por un tiempo suficiente para garantizar que el descenso de las tasas de inflación se sostenga en el tiempo y se logre retornar al objetivo de medio plazo, teniendo en cuenta también los desarrollos que se produzcan en los mercados financieros y sus efectos sobre la actividad y los precios.

Desde finales de año, los mercados financieros de las economías emergentes han comenzado a recuperarse del deterioro registrado desde el segundo trimestre de 2022, hasta alcanzar prácticamente los niveles previos al inicio de la guerra en Ucrania. Sin embargo, las condiciones financieras en Latinoamérica han continuado tensionándose como consecuencia del incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en moneda local. Dichos aumentos reflejan, en buena medida, riesgos idiosincrásicos asociados a procesos electorales o a las potenciales consecuencias de la implementación de algunas de las políticas económicas anunciadas sobre los desequilibrios fiscales y externos. Asimismo, las tensiones financieras recientes se han reflejado en un aumento de las primas de riesgo en las economías emergentes, si bien hasta niveles aún moderados. Por su parte, los tipos de cambio han mostrado una relativa estabilidad, en un contexto de políticas monetarias, en general, estrictas en términos relativos (véase gráfico 1.2.1).

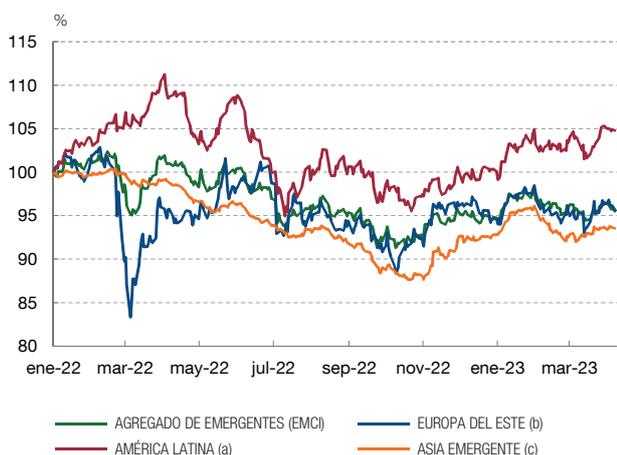
Tras alcanzar máximos a mediados de 2022, las tasas de inflación han comenzado a ceder en las economías emergentes. No obstante, se espera que el proceso de reducción de la inflación sea lento, con tasas que a finales de 2023 serían más elevadas que las registradas a comienzos de 2021 en todas las regiones (véase gráfico 1.2.2). En este contexto, aquellos bancos centrales que elevaron sus tipos de interés oficiales más tempranamente o con mayor intensidad habrían moderado sustancialmente el ritmo de las subidas (gráfico 1.2.3), con el trasfondo de unos mercados que han comenzado a descontar un ciclo de futuras bajadas, que serían lentas y dilatadas en el tiempo.

La mejoría de los mercados financieros emergentes no oculta la presencia de bolsas de vulnerabilidad en algunas de las economías con las que el sistema bancario español mantiene exposiciones significativas. Así, los países latinoamericanos, junto con Turquía, han experimentado desde el inicio de la crisis pandémica recortes de la calificación soberana (gráfico 1.2.4) mayores que los de

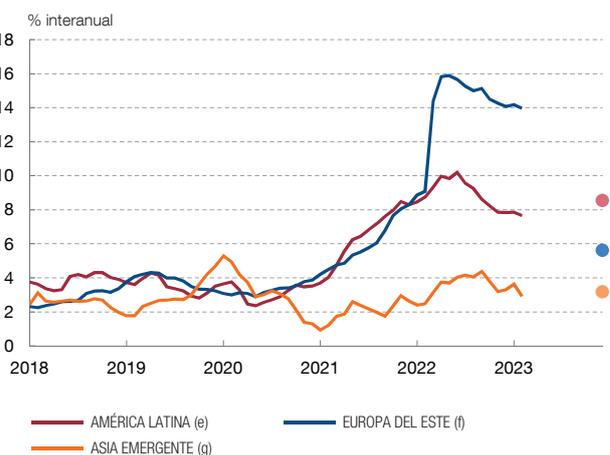
EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES LA INFLACIÓN HA COMENZADO A CEDER Y EL CICLO DE SUBIDAS DE TIPOS OFICIALES SE HA FRENADO EN LAS REGIONES QUE LO INICIARON ANTES

Los mercados financieros de las economías emergentes se vieron afectados por el tensionamiento de las condiciones financieras globales y la apreciación del dólar, si bien se recuperaron a partir de diciembre. Las tasas de inflación comenzaron a reducirse a partir del verano, aunque mantendrán niveles elevados durante todo el presente año. Con ello, los bancos centrales que comenzaron antes el ciclo restrictivo de la política monetaria frenaron el ritmo de subidas de los tipos oficiales. Algunas de las economías más relevantes para la banca española registraron un aumento de la vulnerabilidad desde 2019.

1 TIPOS DE CAMBIO EN ECONOMÍAS EMERGENTES



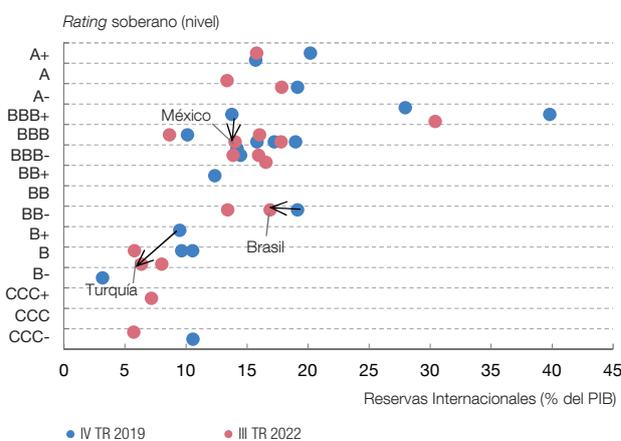
2 INFLACIÓN (d)



3 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



4 INDICADORES DE VULNERABILIDAD



FUENTES: Refinitiv, Consensus Forecasts y Estadísticas nacionales.

- a Media simple de índices de tipo de cambio de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- b Media simple de índices de tipo de cambio de República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Rusia.
- c Media simple de índices de tipo de cambio de China, India, Indonesia, Corea, Tailandia, Malasia y Filipinas.
- d Los puntos representan la expectativa de inflación a finales de 2023, según los analistas de Consensus, en marzo de 2023.
- e Media ponderada con PIB en PPP de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- f Media ponderada con PIB en PPP de República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía y Rusia.
- g Media ponderada con PIB en PPP de China, India, Indonesia, Corea y Tailandia.
- h Media simple de los tipos de interés oficiales de Brasil, México, Chile, Colombia y Perú.
- i Media simple de los tipos de interés oficiales de República Checa, Polonia, Hungría, Rumanía y Rusia.
- j Media simple de los tipos de interés oficiales de China, Corea, India, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas.

otras regiones emergentes, como reflejo del aumento de los desequilibrios externos en el caso de las economías andinas. Asimismo, estos recortes también son consecuencia de la caída de los colchones de reservas internacionales, de los elevados niveles de endeudamiento del sector público y, en algunos casos, de un fuerte incremento de la incertidumbre sobre las políticas económicas y de las tensiones sociales y políticas.

En **México** se observó una marcada desaceleración de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2022, y se espera que el PIB registre un crecimiento reducido este año. La inflación subyacente se mantiene por encima de la general y, en ambos casos, muy por encima del objetivo de la política monetaria, a pesar de la fortaleza del peso mexicano. En este contexto, los analistas y los mercados financieros consideran que el banco central de México se encuentra cerca de concluir el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales (que se han incrementado en 700 pb, hasta situarse en el 11 %). El crédito al sector privado mostró un mayor dinamismo en la segunda mitad de 2022, hasta alcanzar tasas de crecimiento cercanas al 5 % en términos reales a principios de 2023 —2 puntos porcentuales (pp) superiores a las registradas a mediados de 2022, con el crédito al consumo creciendo ligeramente por debajo del 10 %—.

La actividad económica en **Brasil** sufrió una clara desaceleración en el segundo semestre del año (con un crecimiento intertrimestral negativo del PIB en el último trimestre), explicada principalmente por el menor dinamismo de la demanda interna, al tiempo que la inflación se situaba a finales de año en niveles mínimos desde principios de 2021. La moderación de la tasa de inflación general ha respondido, en buena parte, a la evolución de los precios regulados tras la aprobación de subsidios a ciertos productos energéticos, mientras que la tasa subyacente se ha reducido en menor medida. La finalización de los subsidios, a comienzos de 2023, ha revertido en cierta medida la tendencia descendente de la inflación. El banco central ha frenado el ciclo de subidas de tipos oficiales, que se sitúan en el 13,75 % desde agosto de 2022, y se espera una relajación de los mismos. Aunque los riesgos a las perspectivas de inflación de Brasil pueden considerarse actualmente equilibrados, la situación del mercado laboral —que registra niveles de desempleo muy reducidos y similares a los de 2015— representa un riesgo al alza significativo sobre la inflación y, en el caso de la aceleración del crédito medido en términos reales, sobre la estabilidad financiera. El país registró un fuerte aumento de las tensiones políticas y sociales desde la resolución de las elecciones presidenciales, lo que se reflejó en aumentos de los tipos de interés a largo plazo en moneda local. En la misma línea, la incertidumbre sobre el rumbo de la política fiscal podría retrasar —o incluso impedir— la esperada relajación de la política monetaria.

En **Turquía**, la desaceleración económica a partir de la segunda mitad de 2022 estuvo acompañada por una elevadísima inflación, que en octubre llegó a rebasar el 85 % en tasa interanual, para luego moderarse hasta el 55,2 % en febrero por los

fuertes efectos base y la caída de los precios internacionales de los bienes energéticos. Pese a este contexto, el banco central de Turquía (BCRT) llevó a cabo, entre agosto de 2022 y febrero de 2023, recortes de su tipo de interés de referencia por un total acumulado de 550 pb, hasta situarlo en el 8,5 %. Además, se estableció un complejo entramado de regulaciones para dirigir el crecimiento del crédito, incrementar el peso de la lira turca en el sistema bancario y reducir el diferencial entre el tipo de interés de referencia y los tipos de interés de los créditos empresariales. Estas medidas entrañan riesgos significativos para las finanzas públicas, así como para la rentabilidad de las entidades financieras.

Por otra parte, mientras que la balanza por cuenta corriente sigue ampliando su déficit y las reservas netas de divisas se mantienen en niveles muy bajos, se ha profundizado el nexo en la financiación en divisas entre el BCRT y los bancos comerciales, que han reducido sus préstamos en moneda extranjera al tiempo que aumentaban sus depósitos en moneda extranjera en el BCRT. Esto podría suponer un riesgo, ya que, una vez descontados los *swaps* de divisas con otros bancos centrales, las reservas netas del BCRT resultan negativas, al tiempo que continúa la intervención en los mercados de divisas para defender el valor de la lira turca.

Por último, se estima que los efectos de los terremotos sufridos en febrero —más allá de la destrucción del *stock* de capital— podrían ser relativamente moderados y de corto plazo sobre la actividad. No obstante, los efectos sobre la inflación podrían ser más marcados, dada la importancia relativa en el sector primario turco de la región afectada, lo que podría inducir un *shock* de oferta negativo en este tipo de productos.

1.1.2 España

La economía española creció en 2022 más de lo previsto, aunque se desaceleró en el segundo semestre. El PIB avanzó significativamente en 2022 —un 5,5 %—, aunque todavía no ha alcanzado el nivel previo a la pandemia, con una brecha de 0,9 pp. Este crecimiento se concentró, en buena medida, en la primera mitad del año, impulsado por el impacto positivo de la finalización de las medidas restrictivas para contener la pandemia, mientras que se ralentizó sensiblemente en los dos últimos trimestres. Aun así, en este último período la actividad y el empleo siguieron mostrando una resistencia mayor que la prevista, gracias a la relajación de las tensiones en los mercados de la energía a partir del verano de 2022, que está permitiendo sortear el invierno sin problemas de suministro, y también gracias al impulso fiscal desplegado en respuesta a la guerra en Ucrania y a la crisis energética.

La tónica de crecimiento muy moderado se mantendría en el primer tramo de 2023, en línea con la actividad global, en un contexto de debilidad del consumo privado. Este se ha visto afectado por la pérdida acumulada de poder adquisitivo

de los hogares, provocada por el incremento de los precios y de los tipos de interés. A pesar de una desaceleración más intensa que la anticipada de los precios energéticos a partir del verano, las presiones inflacionistas, que inicialmente se circunscribían a la energía y con posterioridad comenzaron a observarse en los alimentos, se han filtrado al resto de los componentes de la cesta de consumo, que mantienen tasas de crecimiento elevadas. Este proceso inflacionista repercute especialmente sobre los hogares de menor renta, ya que en ellos el peso del consumo de los bienes de primera necesidad es mayor. Hasta ahora, el uso de la bolsa de ahorro acumulada desde el inicio de la pandemia ha amortiguado parte del impacto de la inflación en el consumo, pero este factor de impulso podría debilitarse por la reducción de este ahorro, por su uso alternativo para amortizar préstamos —en un contexto de ascenso de los tipos de interés— y por la elevada incertidumbre.

En el medio plazo, el crecimiento económico para 2023 se ha revisado al alza gracias a las sorpresas positivas de crecimiento en 2022. De acuerdo con las últimas previsiones del Banco de España, se anticipa que la actividad recobrará un tono más dinámico a partir de la primavera (véase gráfico 1.3.1)¹, apoyada en la reducción de las tensiones en los mercados energéticos y en la disminución paulatina de las presiones inflacionistas, el despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU) y el buen comportamiento del mercado de trabajo. La disipación de los cuellos de botella globales también será un factor de soporte de la actividad en España. Estos factores se espera que compensen el impacto adverso del endurecimiento de las condiciones de financiación. Téngase en cuenta que los aumentos de los tipos de interés de la política monetaria hasta el momento se han trasladado solo parcialmente al coste de la financiación de las empresas y de los hogares españoles, por lo que este proceso continuará a lo largo de 2023.

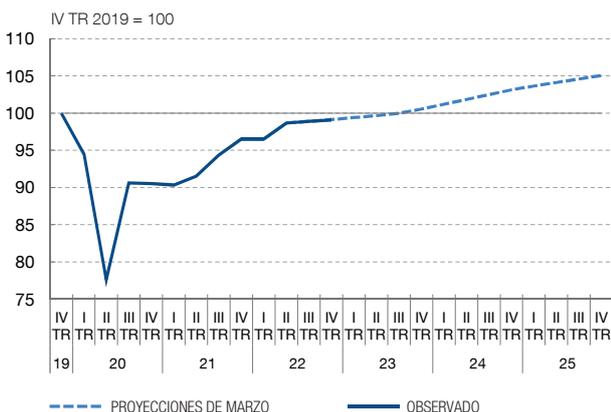
Con todo, las perspectivas de la economía española en el escenario central están sujetas a una incertidumbre extraordinaria, y los riesgos se orientan a la baja para la actividad y están equilibrados para la inflación. Por lo que se refiere a los precios, el escenario central para España contempla una moderación de la inflación (véase gráfico 1.3.2). Una inflación más elevada que la proyectada actualmente tendría efectos más negativos que los incorporados en el escenario central sobre la capacidad adquisitiva y la confianza de los agentes, y, por tanto, sobre sus decisiones de gasto, el empleo y la actividad. En este escenario adverso, también sería más probable un endurecimiento más intenso de lo previsto de las políticas monetarias a escala global.

¹ Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1.

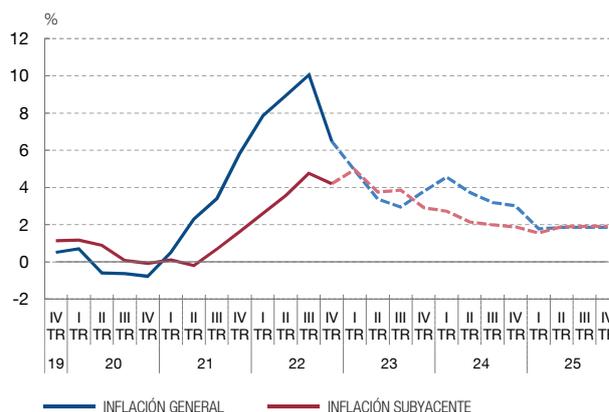
EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA SORPRENDIÓ AL ALZA EN 2022, AUNQUE SE DESACELERÓ DESDE EL SEGUNDO SEMESTRE, AFECTADO POR EL IMPACTO NEGATIVO DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SOBRE EL PODER ADQUISITIVO DE LOS AGENTES

Desde el último IEF, el ritmo de avance del producto sorprendió al alza, a pesar de su ralentización a partir del verano, afectado por la pérdida acumulada de poder adquisitivo de los agentes y la normalización de las políticas monetarias. Se anticipa un tono más dinámico a partir de la primavera del presente año, aunque este escenario continúa rodeado de una elevada incertidumbre. El principal riesgo a la baja para el crecimiento de la economía española y al alza sobre la inflación se deriva del recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, que tendría repercusiones adversas sobre los mercados de energía y las cadenas de suministros. En sentido positivo, existen elementos de soporte, como la ejecución de los proyectos vinculados al NGEU, la resolución de los cuellos de botella y el buen comportamiento del mercado laboral.

1 PIB REAL DE ESPAÑA. NIVEL (a)



2 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se representan los datos de PIB e inflación observados hasta el cuarto trimestre de 2022 y, en adelante, las proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo de 2023.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 Mercados financieros

Desde la fecha de cierre del último IEF, las rentabilidades en los mercados interbancarios han continuado aumentando como resultado del endurecimiento de la política monetaria, si bien esta evolución se ha interrumpido tras el reciente episodio de turbulencias en los mercados financieros. Las decisiones más recientes de los principales bancos centrales de las economías desarrolladas, junto con las expectativas de que los tipos oficiales se seguirían elevando, se han traducido en ascensos de las rentabilidades interbancarias. No obstante, estos movimientos revirtieron a principios de marzo, ante el episodio de turbulencias en los mercados financieros originado por los problemas financieros de varios bancos de tamaño medio en Estados Unidos y de la entidad europea Credit Suisse. Esta situación hizo que los mercados revisaran a la baja el nivel futuro esperado de los tipos de interés oficiales. En la fecha de cierre de este Informe, el euríbor a doce meses se situaba en el 3,6%, esto es, unos 89 pb por encima de los niveles de principios de noviembre de 2022.

Las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia han mostrado una elevada variabilidad desde principios de noviembre. Su evolución ha estado muy condicionada por los cambios en las expectativas de los mercados sobre la duración del episodio inflacionista actual, por su efecto en el nivel terminal de los tipos de interés oficiales y la velocidad con la que estos revertirán hacia una zona neutral y, más recientemente, por la incertidumbre generada tras el episodio de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. En la fecha de cierre de este Informe, las rentabilidades de los bonos públicos a diez años de Estados Unidos y de Alemania se situaban en el 3,4% y en el 2,2%, respectivamente, lo que supone una caída de 63 pb y un incremento de 6 pb en comparación con los niveles de principios de noviembre de 2022 (véase gráfico 1.4.1). Esta evolución ha venido acompañada de una mejoría de la liquidez en los mercados secundarios, revirtiéndose la pauta de deterioro que se había registrado en los meses anteriores (véase gráfico 1.4.2).

Por su parte, los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en la UEM y las primas de riesgo de crédito corporativas han registrado descensos hasta febrero, habiéndose producido posteriormente un repunte tras el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales. La tendencia descendente observada hasta principios de marzo respondería a la mejoría del sentimiento del mercado, que se ha podido ver apoyado en un deterioro del contexto macroeconómico menor que el que se había previsto anteriormente. En los mercados europeos de deuda soberana, los descensos de los diferenciales de rentabilidad a largo plazo han sido más acusados en las economías con mayor endeudamiento, como Grecia e Italia, y más moderados en otras, como España y Portugal. La existencia del instrumento de protección de la transmisión de la política monetaria (TPI, por sus siglas en inglés) y la prudencia con la que el BCE está abordando el proceso de reducción de su balance habrían facilitado la contención de las primas, también en las últimas semanas. Tras el reciente episodio de tensiones en los mercados financieros se ha producido un repunte moderado y transitorio de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas y más intenso de las primas de riesgo corporativas. En este último caso, el ascenso ha sido comparativamente de mayor magnitud en el segmento de mayor riesgo y, por jurisdicciones, ha sido más acusado en Estados Unidos que en el área del euro (véase gráfico 1.4.3). Posteriormente se ha observado una cierta reversión de estas subidas, si bien en la fecha de cierre de este informe, las primas de riesgo corporativas se seguían situando por encima de los niveles anteriores a este episodio.

Los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas han experimentado avances en el período analizado, impulsados por una evolución mejor que la prevista de los beneficios empresariales y por la recuperación del sentimiento de los mercados, si bien, a partir de marzo, el repunte de la aversión al riesgo y de la volatilidad ha generado fuertes descensos en las cotizaciones bursátiles, sobre todo en las del sector

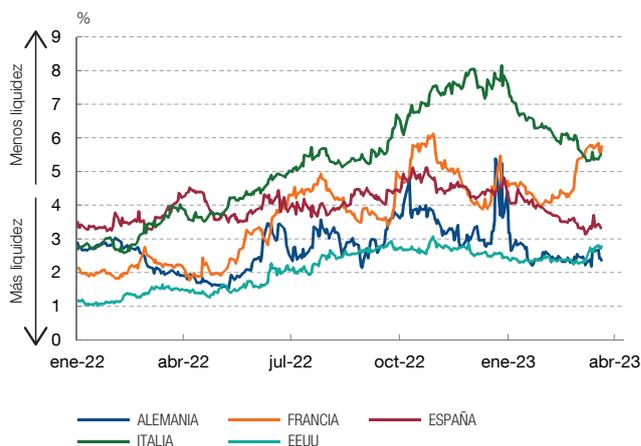
EL RECIENTE EPISODIO DE TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HA CORREGIDO LAS TENDENCIAS OBSERVADAS EN MESES ANTERIORES, IMPULSANDO EL DESCENSO DE LAS RENTABILIDADES A LARGO PLAZO DE LAS DEUDAS SOBERANAS Y LA CAÍDA EN EL PRECIO DE LOS ACTIVOS CON RIESGO, SI BIEN ESTE ÚLTIMO MOVIMIENTO SE HA REVERTIDO PARCIAL O TOTALMENTE EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS

Desde principios de noviembre, las rentabilidades a largo plazo de las deudas soberanas de elevada calidad crediticia no han mostrado una tendencia definida, estando ligadas a la evolución de las expectativas de política monetaria. Tras el reciente episodio de tensiones en los mercados financieros internacionales, se redujeron estas rentabilidades, al tiempo que repuntaron las primas de riesgo crediticias y soberanas y cayeron los índices bursátiles. No obstante, en las últimas semanas se ha observado una cierta reversión de estos movimientos. Por su parte, los índices de liquidez en los mercados de deuda soberana han mostrado, en general, una mejoría durante los últimos meses.

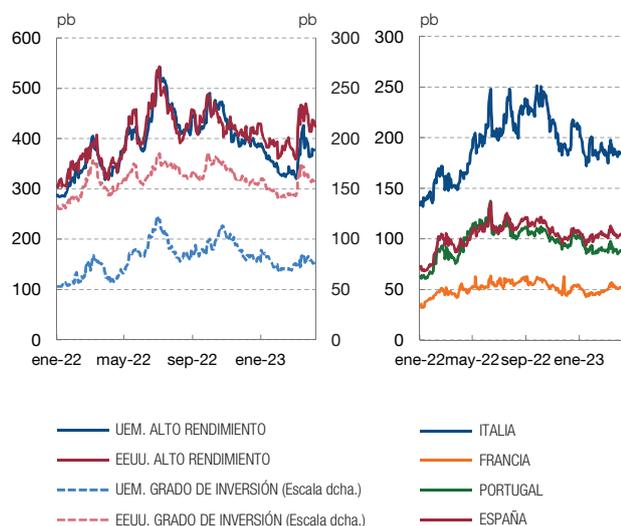
1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



2 ÍNDICES DE LIQUIDEZ SOBERANA (a)



3 DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZDA.) (b) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DCHA.)



4 ÍNDICES DE BOLSA



FUENTES: Refinitiv Datastream y Bloomberg Data License.

- a El índice muestra la media de las desviaciones de la rentabilidad de los bonos soberanos con vencimiento superior a un año con respecto a su valor teórico obtenido por una curva de rendimientos ajustada.
- b Alto rendimiento: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial.

bancario. No obstante, en las últimas semanas estas caídas han revertido parcialmente en el caso del sector bancario y completamente en el resto de ramas. En la fecha de cierre de este Informe, los índices IBEX-35, EURO STOXX 50 y S&P 500 acumulaban, desde principios de noviembre, unas ganancias del 16,4 %, 18 % y 6,6 %, respectivamente (véase gráfico 1.4.4). El IBEX-35 se situaba ya por encima de los niveles de finales de 2021 y el EURO STOXX 50 se encontraba en torno a esa referencia. Durante el mismo período, el índice del sector bancario del S&P 500 acumulaba un descenso del 16,9 %, mientras que el del EURO STOXX registraba un avance del 17,8 %.

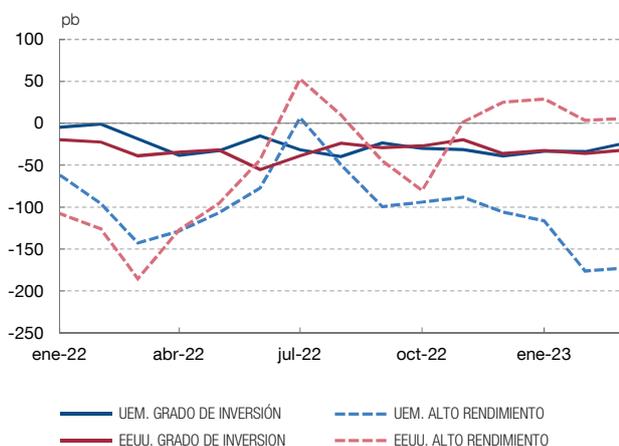
En los mercados cambiarios, el dólar estadounidense ha experimentado una sensible depreciación con respecto a las principales divisas desde principios de noviembre de 2022. Esta evolución ha podido responder a la expectativa del mercado de que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos podría revertir antes y con mayor rapidez que en el resto de las economías desarrolladas. Esta depreciación del dólar se había corregido parcialmente desde febrero hasta el inicio de las turbulencias en los mercados financieros, momento en el que se estabilizó el tipo de cambio euro-dólar, volviendo a depreciarse en las últimas semanas. Por su parte, el tipo de cambio del yen frente al dólar se ha apreciado en el período analizado, condicionado por el cambio en la política de control de la curva de rendimientos del Banco de Japón, que amplió en diciembre la banda de fluctuación para la deuda pública a diez años hasta los 50 pb, un posicionamiento más restrictivo.

La materialización de determinados riesgos podría desencadenar correcciones en los precios de los activos financieros, especialmente en aquellos de mayor riesgo. En primer lugar, un escenario en el que la inflación descendiera de forma más lenta de lo que anticipan actualmente los mercados financieros podría llevar a reevaluar al alza las expectativas sobre el nivel futuro de los tipos de interés oficiales. Ello podría traducirse en un repunte de las rentabilidades a largo plazo y en una caída en la valoración de los activos con riesgo, como los bonos corporativos y las acciones. En segundo lugar, un deterioro de las perspectivas macroeconómicas también podría impactar en la misma dirección sobre el precio de estos activos. Además, las relativamente reducidas primas de riesgo aumentan la probabilidad de que se desencadenen estos movimientos ante la materialización de perturbaciones adversas. Concretamente, las primas de riesgo corporativas se situaban a finales de marzo, en general, por debajo del nivel compatible con su relación histórica respecto a sus determinantes habituales (véase gráfico 1.5.1). Por lo que se refiere a los mercados de renta variable, aunque la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción, en términos ajustados al ciclo, se sigue encontrando por debajo de su media histórica o en niveles muy próximos a esta, las primas de riesgo bursátiles se situarían, de acuerdo con las estimaciones disponibles, en unas cifras reducidas desde una perspectiva histórica, a pesar de su repunte reciente (véase gráfico 1.5.2).

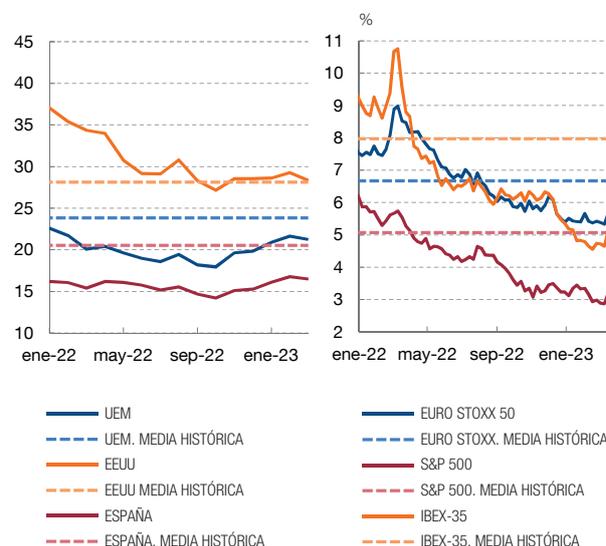
LAS PRIMAS DE RIESGO SE SITUAN EN NIVELES RELATIVAMENTE REDUCIDOS, DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Las primas de riesgo corporativas se sitúan, en general, por debajo del nivel compatible con su relación histórica respecto a sus determinantes habituales. En el caso de los mercados de renta variable, aunque la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción, en términos ajustados al ciclo, se sigue encontrando por debajo de su media histórica o en niveles muy próximos a esta, las primas de riesgo bursátiles se situarían en unas cifras reducidas desde una perspectiva histórica, a pesar del repunte reciente.

1 DESVIACIONES DE LA PRIMA DE RIESGO DE CRÉDITO CORPORATIVA RESPECTO A DETERMINANTES FUNDAMENTALES (a)



2 PER AJUSTADO AL CICLO (IZDA.) (b) Y PRIMA DE RIESGO BURSÁTIL (DCHA.) (c)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License, R. Shiller y Banco de España.

- a Se presenta la diferencia entre la prima de riesgo de crédito corporativo observada y la predicha por un modelo de valoración de bonos corporativos basado en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo y el grado de aversión al riesgo de los inversores. Para más detalles, véase J. Gálvez e I. Roibás, "Asset price misalignments: an empirical analysis", Documentos de Trabajo, Banco de España de próxima publicación.
- b El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de diez años de los beneficios. Las medias históricas están calculadas para el período 1997-2023.
- c La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas. Para más detalles, véase de R. J. Fuller y C. C. Hsia. (1984). "A simplified common stock valuation model". *Financial Analysts Journal*. Las medias históricas están calculadas para el período 2006-2023.

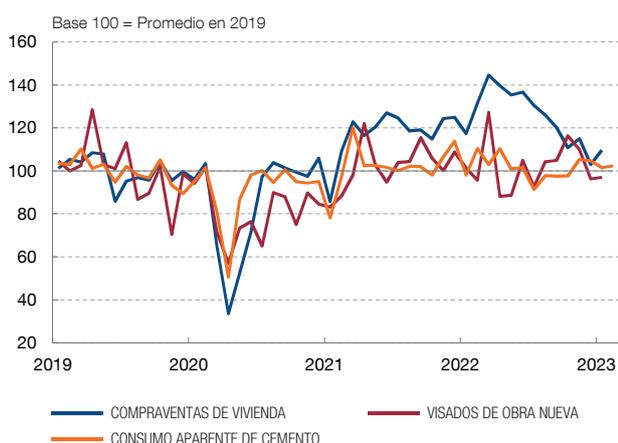
1.2.2 El mercado inmobiliario en España

Las compraventas mensuales de vivienda, tras alcanzar niveles históricamente elevados durante la primavera de 2022, han presentado posteriormente una evolución descendente, tendiendo a converger a su nivel prepandemia (véase gráfico 1.6.1). Esta pérdida de vigor se explicaría tanto por la escalada de los precios de consumo, que está reduciendo la capacidad adquisitiva de las familias, como por el endurecimiento progresivo de las condiciones de financiación, que encarece y dificulta el acceso a los fondos externos necesarios para la compra de vivienda. En el conjunto de 2022, el volumen de compraventas se situó todavía muy por encima del nivel medio observado en los años previos al inicio de la pandemia, impulsado por el elevado volumen de operaciones en la primera mitad del año. A comienzos de 2023, el número de transacciones aún permanece ligeramente por encima de sus valores prepandémicos.

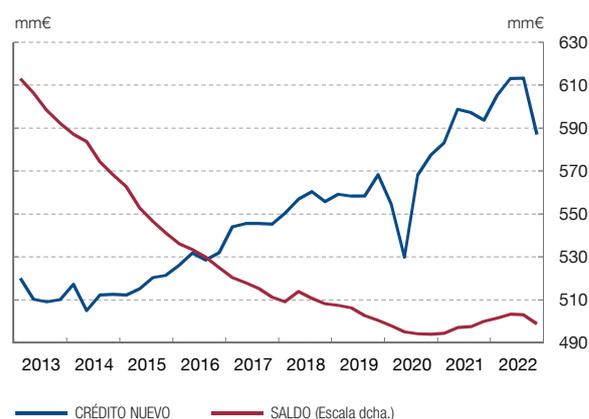
LAS COMPRAVENTAS DE VIVIENDA SE VIERON LASTRADAS EN LA SEGUNDA MITAD DEL AÑO ANTE LA PÉRDIDA DEL PODER ADQUISITIVO DE LOS HOGARES Y EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN, LO QUE TAMBIÉN SE REFLEJÓ EN UN MENOR DINAMISMO DEL FLUJO DE CRÉDITO

El número de transacciones de vivienda ha descendido desde sus elevados niveles alcanzados durante la primavera, afectado por el impacto del alza de los precios de consumo y del encarecimiento gradual de la financiación. La oferta de obra nueva continúa siendo escasa y sigue condicionada por las altas cotas alcanzadas por los costes de los materiales de construcción y una marcada insuficiencia de mano de obra en el sector. En línea con esta evolución, el flujo de nuevas hipotecas fue perdiendo dinamismo durante el segundo semestre de 2022, llegando a presentar un descenso interanual del 5,4 % en el cuarto trimestre de 2022. No obstante, el volumen de concesión hipotecaria para el conjunto de 2022 se mantiene por encima del nivel de los años previos a la pandemia. En este contexto, el saldo del crédito hipotecario se redujo un 0,2 % en 2022.

1 COMPRAVENTAS ESCRITURADAS DE VIVIENDA, VISADOS DE OBRA NUEVA Y CONSUMO APARENTE DE CEMENTO (a)



2 CRÉDITO NUEVO PARA LA COMPRA DE VIVIENDA Y SALDO HIPOTECARIO (b)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, y Oficemen.

- a** Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario. El último dato observado de las compraventas de vivienda y el de visados de obra nueva es enero de 2023, y el del consumo aparente de cemento es febrero de dicho año.
- b** La serie de nivel del crédito nuevo para la compra de vivienda (escala izquierda) refleja en miles de millones de euros el valor del crédito nuevo acumulado al final de cada trimestre. Esta serie se encuentra ajustada de estacionalidad. La serie de saldo de crédito hipotecario (escala derecha) refleja en miles de millones de euros el valor del saldo de crédito hipotecario al final de cada trimestre.

En consonancia con la pérdida de vigor de las compraventas de vivienda, el crédito hipotecario perdió dinamismo durante la segunda mitad de 2022. De hecho, el flujo de nuevas hipotecas se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 un 5,4 % con respecto al último trimestre de 2021. A pesar de ello, el flujo de crédito hipotecario concedido en los tres últimos meses de 2022 se mantuvo por encima de los niveles medios trimestrales de los años previos a la pandemia (véase gráfico 1.6.2).

En este contexto, el saldo de hipotecas sobre vivienda también ha perdido impulso en los seis últimos meses de 2022. Así, se ha contenido gradualmente el incremento que se venía produciendo desde comienzos de 2021. De hecho, este saldo cerró el año algo por debajo del nivel de finales de 2021 (-0,2 %), debido a que las amortizaciones superaron ligeramente el flujo de crédito hipotecario nuevo.

SE MODERA EL CRECIMIENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA Y DE LOS INMUEBLES COMERCIALES

El precio medio de la vivienda continúa mostrando mayor fortaleza que otros indicadores de actividad del mercado de la vivienda, con un crecimiento interanual que se moderó hasta el 5,5 % en el cuarto trimestre de 2022. Por su parte, los precios de los inmuebles comerciales registraron una caída intertrimestral del 1 % en 4T 2022. A esta tendencia ha contribuido fundamentalmente la evolución de los precios de los locales comerciales. Los precios en el segmento prime también habrían retrocedido en el último trimestre del año.

1 PRECIOS DE LA VIVIENDA
Variación interanual



2 ÍNDICES DE PRECIOS EN EL SECTOR INMOBILIARIO COMERCIAL (a)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores e Instituto Nacional de Estadística.

a Para calcular estos índices se divide cada mercado en estratos con inmuebles homogéneos. Posteriormente, se estima un precio para cada uno de estos estratos a partir de un modelo de regresión hedónico. Los índices agregan la información de los precios estimados para cada estrato. El valor del índice para el conjunto del mercado inmobiliario comercial se calcula como una media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada segmento, siendo los pesos relativos para el segmento de oficinas del 4 %, para el segmento de locales comerciales del 78 % y para el segmento de naves del 18 %. Los inmuebles en zonas *prime* representan en 2022 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Se identifica como *prime* cualquier tipo de inmueble de los anteriormente señalados (locales, oficinas, naves) situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos (Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia).

El saldo de crédito concedido al sector de la construcción y promoción inmobiliaria siguió contrayéndose en 2022. El saldo de este tipo de financiación, que ha presentado una evolución descendente desde la crisis financiera global, caía a finales de 2022 a un ritmo más pronunciado que durante la primera mitad de 2022 (7,9 % interanual en 4T 2022, frente al 6,6 % interanual de 2T 2022).

A pesar de ello, los visados de obra nueva repuntaron en la segunda mitad de 2022, lo que precedió a aumentos de la producción de algunos insumos de la construcción hacia la parte final de dicho año, tras su tendencia descendente en el resto del ejercicio. El repunte observado recientemente podría obedecer a la normalización de los permisos de obra tras los problemas en la disponibilidad de materiales por el fuerte alza de sus costes, que habrían conducido a retrasos en su concesión (véase gráfico 1.6.1). Con todo, la iniciación de viviendas continúa presentando unos valores históricamente reducidos, en un contexto de creciente insuficiencia de trabajadores en el sector, como refleja la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).

La oferta de vivienda continúa mostrándose insuficiente para satisfacer la demanda, de modo que sus precios continúan creciendo en términos interanuales, si bien a menor ritmo que en trimestres anteriores. De acuerdo con la información del Instituto Nacional de Estadística (INE), el ritmo de crecimiento interanual del precio de la vivienda descendió hasta el 5,5 % en el cuarto trimestre, tasa 2,1 pp menor a la observada tres meses antes (véase gráfico 1.7.1). En tasa intertrimestral, el precio de la vivienda registró una caída del 0,8 %. En casi todas las Comunidades Autónomas los precios redujeron su crecimiento interanual, con una intensidad algo mayor en el centro peninsular y varias zonas costeras. Los precios continúan creciendo por encima de la media nacional en los archipiélagos, el sur peninsular y la cornisa cantábrica. Por segmentos, tanto el precio de la vivienda nueva como, en mayor medida, el de la usada se ralentizaron (0,6 pp y 2,5 pp, hasta el 6,2 % y el 5,3 %, respectivamente, en tasa interanual). Según la información notarial de principios del presente año, los precios de la vivienda habrían prolongado su desaceleración.

En el mercado de los inmuebles comerciales se habría detenido, durante los últimos meses de 2022, el avance que venían mostrando los precios en los trimestres anteriores. Los datos más recientes, correspondientes a 4T 2022, muestran una caída intertrimestral del 1 % en el índice general de precios del sector inmobiliario comercial (véase gráfico 1.7.2). A esta tendencia ha contribuido fundamentalmente la evolución de los precios de los locales comerciales, que suponen el grueso de los inmuebles de este tipo (78 % del volumen de transacciones en 2022). Los precios del segmento *prime*, en el que se agrupan las zonas comerciales de mayor actividad y que representó solo el 4 % del volumen de transacciones en 2022, también habrían retrocedido en el último trimestre de 2022, si bien acumulan un crecimiento interanual del 10,9 %.

1.3 Los sectores no financieros

1.3.1 Las empresas no financieras y los hogares

La evolución más reciente de los beneficios empresariales evidencia una elevada heterogeneidad por tamaños y sectores. En la muestra de la Central de Balances Trimestral² (CBT), formada mayoritariamente por empresas grandes, el resultado ordinario neto aumentó en 2022 un 91,3 %. El avance de los beneficios fue más intenso en los sectores cuya actividad se recuperó en mayor medida gracias al levantamiento de las restricciones sanitarias, como el comercio, la hostelería y el transporte. Por el contrario, en otras ramas, como la industria, que no se vieron

2 La Central de Balances Trimestral comprende una muestra cercana a las mil empresas, la mayoría de las cuales son de gran tamaño.

beneficiadas por este factor y que tuvieron más dificultades para trasladar a los precios de venta el aumento de los costes de producción (vinculado en buena medida al alza de la energía y de otras materias primas), los beneficios presentaron una evolución menos favorable. Así, por ejemplo, en la industria manufacturera el resultado ordinario neto descendió un 8,7 %. Por su parte, la encuesta semestral sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) señala que, entre abril y septiembre de 2022, la proporción de pymes españolas que declararon un descenso de sus beneficios superó ampliamente a la de las que manifestaron un aumento de estos, con una diferencia entre ambos grupos de 25 pp³. El desglose sectorial evidencia que esta evolución habría sido más adversa en la industria, en línea con los resultados de la CBT para las grandes empresas.

El porcentaje de empresas vulnerables no varió en el conjunto de la muestra de la CBT, pero sí aumentó en determinados sectores. En particular, en aquellos cuya actividad mostró un menor dinamismo y que tuvieron una menor capacidad de trasladar el aumento de los costes de producción a los precios de venta. Así, en 2022 se incrementó el porcentaje de las empresas económicamente más vulnerables, es decir, aquellas con rentabilidad sobre el activo negativa —que para el total de empresas alcanzaría el 17 %—, en la industria manufacturera⁴ (6,6 pp), el sector energético (2,8 pp) y el comercio (2,5 pp). La proporción de compañías altamente endeudadas⁵ habría aumentado igualmente en algunas de estas ramas de actividad; en concreto, en el sector manufacturero (6 pp) (véase gráfico 1.8.1).

El incremento de los tipos de interés está elevando gradualmente el coste de la financiación bancaria de las empresas endeudadas. Al cierre de 2022 ya se había trasladado al coste medio de la deuda bancaria viva de las sociedades no financieras el 40 % de la subida registrada durante el año pasado por el euríbor a tres meses⁶. Esta traslación supone un incremento de la carga financiera equivalente al 1,8 % del excedente bruto de explotación de las empresas de 2022. A corto plazo, es previsible que este proceso continúe y se complete para el *stock* de deuda sujeta a revisión de los tipos de interés y que vence a corto plazo, lo que elevaría el impacto hasta una cifra equivalente al 2,6 % del excedente bruto de explotación de 2022 para el conjunto de las sociedades no financieras⁷.

3 Para más detalles, véase Álvaro Menéndez y Maristela Mulino. (2023). «Evolución económica reciente de las pymes españolas y de su acceso a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE». *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 06.

4 Excluyendo el sector de coquerías y refino de petróleo.

5 Se definen como empresas altamente endeudadas aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos. Al cierre de 2022, esta ratio se situaba en el 15 %.

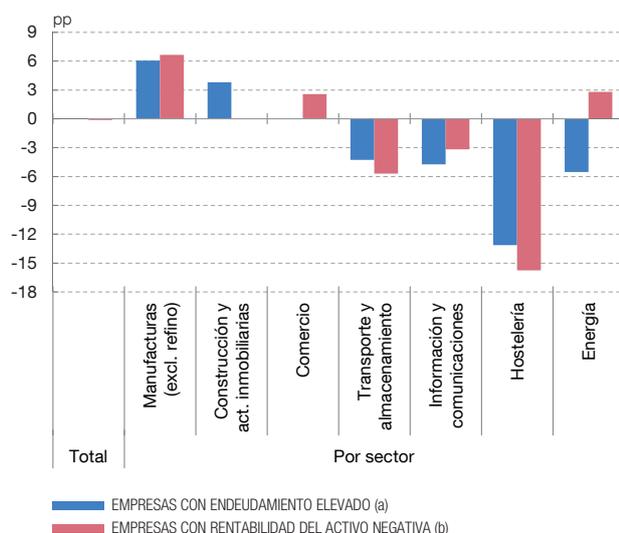
6 El tipo de interés de mercado que las entidades financieras usan habitualmente como referencia para los préstamos a sociedades no financieras es el euríbor a tres meses.

7 Esta estimación supone que el 100 % de los préstamos con vencimiento inferior a un año se renuevan en su totalidad.

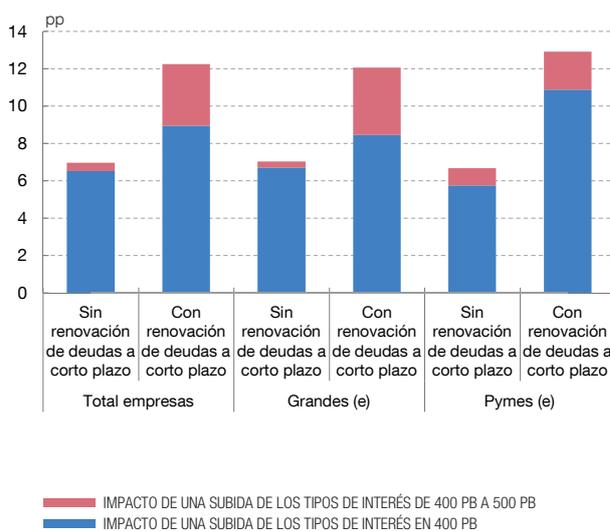
LAS DIFICULTADES PARA TRASLADAR A LOS PRECIOS DE VENTA EL ALZA DE LOS COSTES DE PRODUCCIÓN Y EL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN ELEVANDO LA PROPORCIÓN DE EMPRESAS VULNERABLES

En 2022, aquellos sectores cuya facturación se ha incrementado en menor medida y cuyos márgenes se han estrechado han experimentado un aumento del porcentaje de empresas vulnerables, tanto en términos de rentabilidad negativa como de elevado endeudamiento. Por otro lado, un aumento de los tipos de interés de mercado de 400 pb supondría, una vez que se traslade al coste de las deudas cuyas condiciones se actualicen en el corto plazo, un incremento de entre 6,5 pp y 8,9 pp del peso de la deuda corporativa en manos de empresas con elevada presión financiera, dependiendo del porcentaje de deudas a corto plazo que sea renovado.

1 VARIACIÓN DEL PORCENTAJE DE EMPRESAS VULNERABLES EN I-IV 2022 CON RESPECTO A I-IV 2021. CBT



2 AUMENTO ESTIMADO DEL PESO DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS CON ELEVADA PRESIÓN FINANCIERA POR LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

- Se definen como empresas con endeudamiento elevado aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.
- Se definen como empresas con rentabilidad del activo negativa aquellas en las que la ratio Rentabilidad ordinaria del activo neto = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste es menor que cero.
- Se define como empresas con elevada presión financiera aquellas cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.
- En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y los créditos a largo plazo y tipo flexible. En el caso de los depósitos se supone una traslación del tipo de referencia en línea con las regularidades históricas. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada también a las deudas y créditos a corto plazo. Estas estimaciones se han realizado con los datos de la Central de Balances Integrada correspondiente a 2021.
- Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.

Igualmente, se incrementa la carga financiera asociada al conjunto de las fuentes de financiación de las empresas, y la proporción de estas para las que la carga es elevada. Para valorar en su conjunto el impacto en los costes financieros de las empresas, hay que tener en cuenta que no todas las empresas tienen préstamos bancarios (alrededor de un 53 % del total) y que, además, muchas tienen otros tipos de deudas (como bonos o préstamos intragrupo) que generan pagos por intereses, así como activos financieros cuya remuneración se eleva con el aumento de los tipos de interés. Teniendo en cuenta todos estos elementos, se estima que la ratio mediana de carga financiera bruta, que se situaba en 2021 en el 12,4 %, se incrementaría a corto

plazo entre 2,9 pp y 6,8 pp⁸ para una subida de los tipos de interés de mercado de 400 pb (más elevada que el aumento de 365 pb que ha experimentado hasta ahora el euríbor a tres meses). Bajo ese mismo escenario, la proporción del total de la deuda corporativa en manos de empresas con presión financiera elevada⁹ ascendería entre 6,5 pp y 8,9 pp (véase gráfico 1.8.2), desde el 11,5 %. Para una subida de 500 pb, estos porcentajes se elevarían a un rango entre 7 pp y 12,2 pp. Por tamaño empresarial, estos impactos serían algo mayores en las pymes en el caso de que se considere la renovación de las deudas que vencen a corto plazo.

El crecimiento de las rentas nominales de los hogares ha continuado siendo inferior al de la inflación, mermando así el poder adquisitivo de las familias, particularmente de las de menor renta. Desde finales de 2020 hasta el cierre de 2022, la renta bruta disponible (RBD) de los hogares avanzó un 6,8 %, mientras que, en ese mismo período, el alza de los precios de consumo fue del 12,4 %. Se estima que la inflación acumulada durante 2021 y 2022 supone un aumento del gasto promedio en bienes corrientes de las familias del 2,8 % de su renta, siendo el impacto mayor en los quintiles de menor renta. Así, en el primer quintil el aumento de los gastos corrientes supondría un 6,4 % de su renta (véase gráfico 1.9.1).

El aumento del consumo nominal se ha traducido en una reducción significativa de la tasa de ahorro, que se ha situado por debajo de su media histórica desde el tercer trimestre de 2022. En este contexto, la información más reciente (marzo) de la encuesta mensual de confianza del consumidor de la Comisión Europea (CE) sigue señalando un deterioro en las expectativas de los hogares sobre su situación económica en los doce próximos meses¹⁰, para la mayoría de las familias, independientemente de su nivel de renta (véase gráfico 1.9.2).

El aumento de los tipos de interés también está contribuyendo a elevar la presión financiera de los hogares endeudados. A finales de 2022 se había trasladado al coste de las hipotecas vivas de los hogares el 27 % de la subida registrada por el euríbor a doce meses durante el año pasado. Para estimar el impacto en los hogares de la subida de los tipos de interés, hay que tener en cuenta que estos efectos se concentran en las familias que están endeudadas, y dentro de estas únicamente en aquellas cuya deuda es a tipo variable. De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias correspondiente a 2020, el porcentaje de hogares con préstamos a tipo variable era del 29,1 %, siendo esta proporción creciente con el nivel de renta (por ejemplo, mientras que en primer quintil de renta es solamente de un 10,9 %, entre los

8 Los valores de este rango se obtienen con distintos supuestos sobre el porcentaje de la deuda que vence a corto plazo y que se refinancia. El efecto de 6,8 pp en el rango superior se corresponde con el supuesto de renovación completa de las deudas que vencen en el corto plazo.

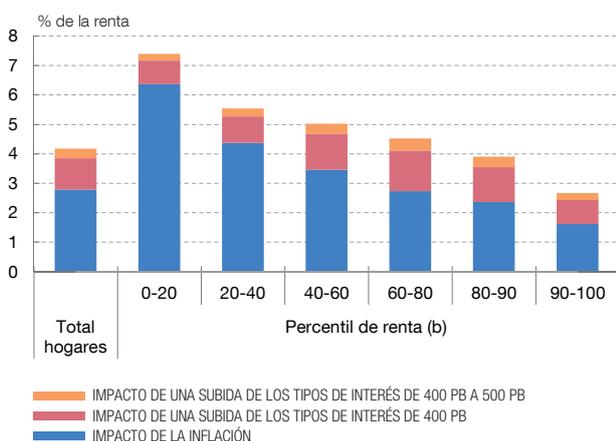
9 Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que uno.

10 La encuesta mensual de confianza del consumidor de la CE está disponible [aquí](#).

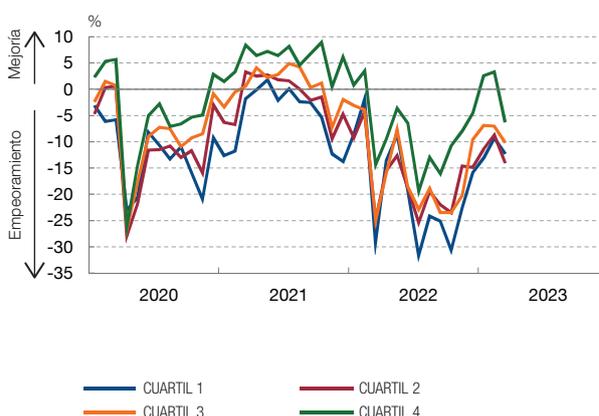
LA ELEVADA INFLACIÓN Y LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN DETERIORANDO LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES, PARTICULARMENTE LA DE AQUELLOS DE MENOR RENTA

La inflación acumulada durante 2021 y 2022 supondría un aumento del gasto promedio en bienes corrientes de las familias con deuda del 2,8% de su renta. Adicionalmente, una subida de 400 pb en los tipos de interés de mercado, en línea con la registrada por el euríbor a doce meses, aumentaría la carga financiera neta para el conjunto de los hogares en 1,1 pp. En este mismo escenario, la proporción de hogares con deuda con carga financiera neta elevada se elevaría en 3,5 pp. Este efecto tendería a ser más intenso para las familias de menor renta. Todo ello habría impactado en una menor capacidad de devolución de las deudas para los hogares de menor renta. En este contexto, la mayoría de los hogares esperan que su situación económica se deteriore en los próximos meses.

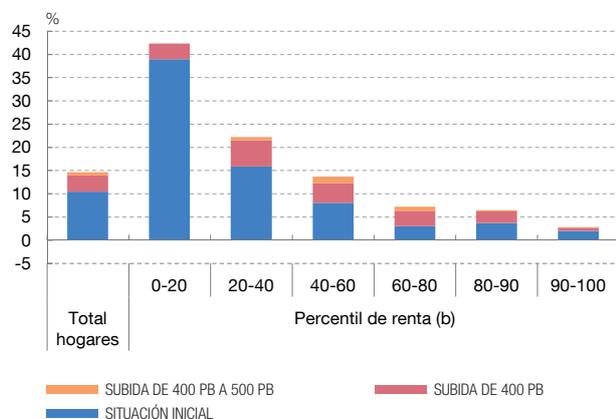
1 AUMENTO DEL GASTO DE LOS HOGARES ASOCIADO A LA INFLACIÓN Y A LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS (a)



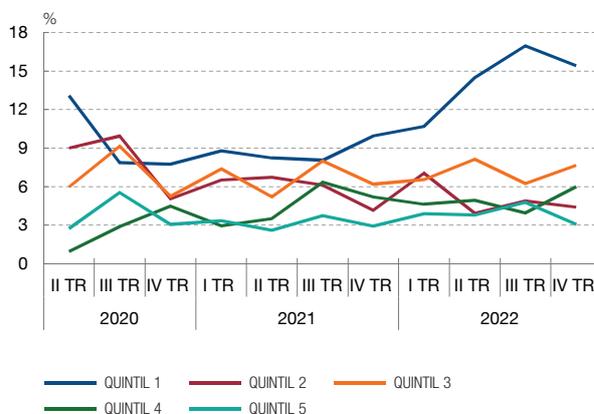
2 EXPECTATIVAS SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES, POR CUARTILES DE RENTA (c)



3 IMPACTO DE LA SUBIDA DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA (a) (d)



4 HOGARES QUE SE HAN RETRASADO MÁS DE 90 DÍAS EN LOS DOCE ÚLTIMOS MESES EN EL PAGO DE LA HIPOTECA, POR QUINTILES DE RENTA (e)



FUENTES: Encuesta sobre expectativas del consumidor (Banco Central Europeo), Encuesta sobre la confianza del consumidor (Comisión Europea) y Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020).

- a Simulaciones realizadas a partir de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España, 2020). El impacto de la inflación se obtiene de multiplicar el consumo de bienes no duraderos por la inflación acumulada en 2021 y 2022, calculada a partir del índice armonizado de precios de consumo para dicho componente de gasto. El impacto de las subidas de los tipos de interés recoge la variación de la carga financiera neta (Gastos por servicio de la deuda – Ingresos por intereses de depósitos). Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable, y parcialmente a los tipos de interés de los depósitos.
- b Los percentiles se definen para toda la muestra de hogares, tengan o no deudas.
- c Encuesta sobre la confianza del consumidor (Comisión Europea). Indicador = porcentaje de hogares que esperaban que su situación económica mejorara mucho $\times 1$ + porcentaje de hogares que esperaban que situación económica mejorara un poco $\times 1/2$ – porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeorara un poco $\times 1/2$ – porcentaje de hogares que esperaban que situación económica empeorara mucho $\times 1$.
- d La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40% de la renta del hogar.
- e Encuesta de expectativas del consumidor (Banco Central Europeo). Porcentaje de hogares que han respondido sí a la pregunta: *En los últimos doce meses, hasta donde mejor sabe, ¿su hogar se retrasó más de 90 días en el pago de la hipoteca en, al menos, una ocasión?*, sobre los hogares cuya residencia principal es una vivienda de su propiedad con hipoteca viva.

percentiles 80 y 90 es del 45,9 %). Así, se estima que para la totalidad de las familias sus gastos financieros netos (deducidos los intereses cobrados) se verían incrementados en un importe equivalente al 1,1 % de su renta ante un aumento de 400 pb del euríbor a doce meses (ligeramente inferior al incremento de unos 410 pb observado hasta ahora), una vez que se actualicen las condiciones de los préstamos vivos a tipo variable¹¹ (véase gráfico 1.9.1). Este efecto tiende a crecer con la renta hasta el quintil cuarto (0,8 % para el primer quintil y 1,4 % para el quintil cuarto).

El aumento de los tipos de interés estaría elevando también el porcentaje de hogares con posición financiera vulnerable. En este mismo escenario, el porcentaje de hogares con deuda con una carga financiera neta elevada¹² se incrementaría en 3,5 pp, hasta el 13,9 %, siendo aquellas familias que se sitúan entre el percentil 20 y el 60 de renta las que se verían más afectadas por esta perturbación (véase gráfico 1.9.3). Ante una subida de 500 pb, este último porcentaje se elevaría hasta el 14,6 %. Las medidas de alivio del nuevo Código de Buenas Prácticas¹³ ayudarían a mitigar estos efectos de manera significativa (véase el capítulo temático sobre los Códigos de Buenas Prácticas para más detalles).

El alza de los precios de consumo y la subida de los tipos de interés ya estarían mermando la capacidad de repago de ciertas deudas para los hogares más vulnerables. Así, de acuerdo con la encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE¹⁴, entre los hogares situados en el quintil inferior de la renta que tienen un préstamo para vivienda vivo se habría observado un incremento del porcentaje de aquellos que se han retrasado más de 90 días en el pago de su hipoteca durante 2022, si bien en el último trimestre del año este porcentaje se habría moderado, mientras que en el resto de los quintiles este porcentaje se habría mantenido relativamente estable (véase gráfico 1.9.4). De igual modo, en los últimos trimestres habría aumentado de forma generalizada el porcentaje de hogares que esperan refinanciar su hipoteca en el próximo año, aunque lo habría hecho con mucha más intensidad en el quintil de menor renta.

1.3.2 Las Administraciones Públicas en España

En 2022, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) volvió a reducirse más de lo anticipado, aunque la mejora se atenuó durante los últimos meses

-
- 11 En caso de que la subida del euríbor a doce meses fuese de 500 pb, los gastos financieros netos de los hogares aumentarían en el 1,4 % de la renta.
 - 12 La carga financiera neta se considera elevada cuando la ratio (Gastos por servicio de la deuda - Ingresos por intereses de depósitos) / Renta del hogar es superior al 40 %.
 - 13 [Real Decreto-ley 19/2022](#), de 22 de noviembre, por el que se establece un Código de Buenas Prácticas para aliviar la subida de los tipos de interés en préstamos hipotecarios sobre vivienda habitual, se modifica el [Real Decreto-ley 6/2012](#), de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, y se adoptan otras medidas estructurales para la mejora del mercado de préstamos hipotecarios.
 - 14 La encuesta sobre expectativas del consumidor del BCE está disponible [aquí](#).

del año (véase gráfico 1.10.1). En el conjunto de 2022, el déficit de las AAPP, en porcentaje del PIB, se situó en el 4,8 %, 2,1 pp por debajo de la cifra registrada el año anterior y 0,2 pp menos de lo anticipado por el Gobierno en octubre. La mejora con respecto a 2021 se debió al elevado crecimiento de la actividad económica (10 % en términos nominales), que impulsó los ingresos. El impacto presupuestario de las medidas de apoyo a hogares y a empresas, aprobadas en respuesta a la guerra en Ucrania y al aumento de los precios energéticos, se compensaron con menores gastos ligados al COVID-19, lo que contribuyó a contener el avance de los gastos. No obstante, en los últimos meses del año se produjo un cierto empeoramiento. Por un lado, los ingresos públicos se desaceleraron, afectados por el ajuste a la baja del consumo de los hogares¹⁵. Por otro lado, los gastos aumentaron considerablemente en el último cuarto del año, impulsados por las subvenciones a hogares y a empresas, y por la paga adicional retroactiva del 1,5 % a los empleados públicos.

Las últimas previsiones del Banco de España sitúan el déficit y la deuda públicos en 2025 en valores ligeramente inferiores a los registrados en 2022 (véase gráfico 1.10.1). Las proyecciones, publicadas el pasado 22 de marzo¹⁶, apuntaban a un déficit al final de 2022 en torno al 4,6 % del PIB, aproximadamente en línea con el dato publicado por la Intervención General de la Administración del Estado nueve días después. A falta de nuevas medidas, entre 2022 y 2025 apenas se producirían cambios en el saldo de las AAPP. Por un lado, el impacto favorable de la eliminación en 2024 de las medidas de apoyo aprobadas tras la guerra en Ucrania se vería parcialmente compensado, en 2025, con la desaparición de los recursos transitorios recabados para financiar dichas medidas¹⁷. Por otro lado, los efectos positivos de la expansión cíclica —mucho más moderados que en 2021 y 2022— se verían más que contrarrestados por los mayores pagos en algunas partidas de gasto, como las pensiones, y por una cierta normalización en la recaudación tributaria, tras los fuertes incrementos recientes. Por su parte, la deuda pública, tras situarse al cierre de 2022 en el 113 % del PIB, mostraría un ligero descenso adicional. No obstante, se mantendría en niveles en torno al 110 % del PIB, debido al mantenimiento de saldos primarios negativos y a la reducción de la brecha favorable entre el crecimiento del PIB y la carga por intereses.

La persistencia de un nivel de deuda pública en porcentaje del PIB por encima del 100 % constituye un riesgo a medio plazo para la economía española. En ausencia de tensiones en los mercados financieros, la carga que supone la actual

15 En particular, los ingresos fiscales (impuestos más cotizaciones sociales), tras crecer un 11 % interanual en los tres primeros trimestres, aumentaron solo un 4,3 % en el último trimestre.

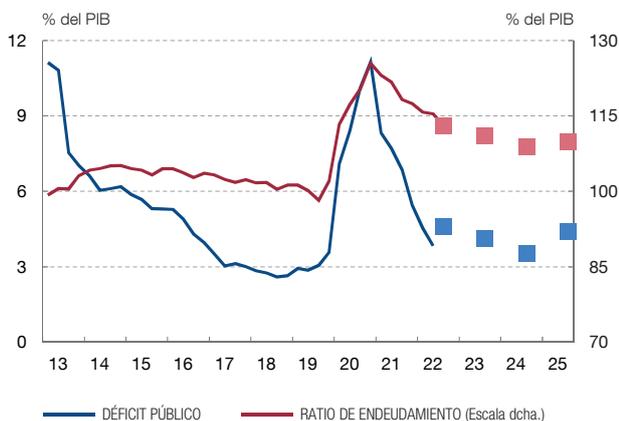
16 Véase Banco de España. (2023). «Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025)». En «Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023». En *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1.

17 Esto es, los gravámenes extraordinarios sobre los beneficios de las empresas energéticas y financieras, el impuesto temporal de solidaridad sobre las grandes fortunas y la limitación temporal a las deducciones en el impuesto sobre sociedades.

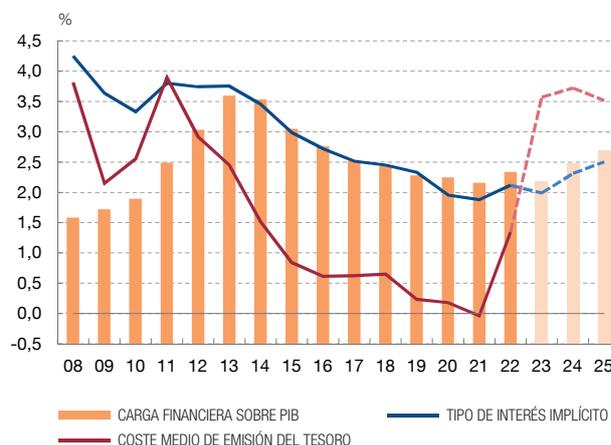
LA MEJORA DEL SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESTARÍA AGOTÁNDOSE, EN AUSENCIA DE NUEVAS MEDIDAS, PERSISTIENDO UNA SITUACIÓN DE VULNERABILIDAD A MEDIO PLAZO

El déficit de las Administraciones Públicas se redujo en 2,1 pp en 2022, hasta el 4,8 % del PIB. No obstante, en los últimos meses del año, la desaceleración de los ingresos y el avance sostenido del gasto habrían revertido parcialmente la mejora previa. En ausencia de un proceso de consolidación, los niveles de déficit y deuda pública continuarían siendo elevados, constituyendo una fuente de riesgo para la economía española a medio plazo. El aumento de los gastos estructurales y la reversión de la tendencia decreciente de los pagos por intereses en porcentaje del PIB refuerzan esa necesidad de consolidación.

1 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP (a)



2 COSTE DE LA DEUDA PÚBLICA



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

a Los cuadrados corresponden a las Proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicadas el 22 de marzo de 2023, nueve días antes de la publicación del cierre de 2022 por la IGAE.

deuda pública española podría ser absorbida con aumentos moderados en los ingresos fiscales o en la deuda. No obstante, la evidencia histórica muestra cómo, en escenarios de crisis, la necesidad de sostener la actividad económica y las rentas de los agentes con apoyo público implica un aumento significativo de la deuda pública. Asimismo, niveles de endeudamiento elevados incrementan la sensibilidad de las finanzas públicas ante posibles episodios de aumento en su coste.

Reducir esos riesgos requeriría de un proceso de consolidación de las finanzas públicas españolas, que sea sostenido en el tiempo y esté adecuadamente graduado a la evolución macroeconómica. En última instancia, la sostenibilidad de la deuda pública depende de la confianza de los agentes en la capacidad de los Estados para compensar en los períodos de expansión económica los esfuerzos realizados durante las crisis. En la actual coyuntura de la economía española, el impulso expansivo que proporcionan los fondos del programa NGEU (sin un coste presupuestario inmediato) permitiría acometer ya el inicio de dicho proceso de consolidación.

En este sentido, la desactivación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en 2024, marcará el retorno a un contexto de reglas

fiscales a nivel europeo. De acuerdo con las últimas orientaciones de la CE para la política fiscal de los países miembros, España debe presentar esta primavera un programa de estabilidad que conduzca a un déficit de las AAPP sistemáticamente por debajo del 3 % y que propicie una senda continuamente decreciente de la deuda.

La consolidación de las finanzas públicas españolas parte de un volumen de gasto estructural que se ha elevado desde el inicio de la pandemia de COVID-19 y que continuará viéndose presionado al alza por las demandas derivadas del proceso de envejecimiento y de la lucha contra el cambio climático, entre otros factores. Desde 2019, el gasto público primario en porcentaje del PIB se ha elevado en más de 3 pp¹⁸. Inicialmente, el aumento se debió a las medidas extraordinarias de apoyo público en el contexto de la pandemia, primero, y de la guerra en Ucrania y sus consecuencias en los mercados energéticos, después. No obstante, en 2022 esas medidas transitorias han reducido su importancia, a pesar de lo cual el gasto primario se mantiene sustancialmente por encima de los niveles previos a la pandemia¹⁹. Esta evolución recoge ya en parte los efectos del envejecimiento de la población española sobre la demanda de prestaciones y servicios sociales, efectos que se harán más marcados a medio plazo y que se añadirán a otros más novedosos, como la inversión y las compensaciones necesarias para favorecer la lucha contra el cambio climático, que requerirá la participación y el apoyo decidido de los poderes públicos. En este contexto, la internalización fiscal de los efectos externos que generan las emisiones de CO₂ se plantea como la alternativa más efectiva para financiar al menos parte del proceso de transición.

Por su parte, las presiones inflacionarias y la normalización de la política monetaria acometida por el BCE desde el inicio de 2022 han puesto fin al proceso de caída continuada del gasto en intereses en porcentaje del PIB (véase gráfico 1.10.2). El fuerte incremento de los pagos por intereses registrado en 2022 (21,3 %) se debería principalmente al efecto de la mayor inflación europea en dicho año sobre los intereses devengados de la deuda del Tesoro indiciada a esta²⁰. Por otra parte, el cambio en la política monetaria del BCE ha supuesto que el coste medio de emisión del Tesoro pase del 0 % en 2021 al 1,3 % en 2022. En los primeros meses del año en curso, este se situaba ya por encima del 3 %, esperándose

18 Ajustado de ciclo y excluyendo el gasto financiado con el programa NGEU.

19 El repunte del gasto habría venido acompañado de un aumento también extraordinario de los ingresos. No obstante, como se señala en *García-Miralles y Martínez Pagés (2023)*, la mayor parte de este aumento de la ratio de ingresos sobre PIB no podría explicarse por la evolución de las bases tributarias, las elasticidades históricas o las medidas adoptadas. Se plantea así un riesgo de que dicho aumento no sea persistente en el tiempo.

20 La deuda indiciada a la inflación ascendía a 64,9 mm de euros a comienzos de 2022, lo que supone un 4,5 % del total. Tanto la remuneración como el principal a devolver de los bonos indiciados emitidos por el Tesoro dependen de la inflación acumulada desde la emisión. Según los criterios de Contabilidad Nacional, los intereses devengados en el año incluyen tanto los mayores pagos regulares derivados de esa mayor inflación como el aumento en el principal a devolver resultante. Este último ha sido muy importante en 2022.

incrementos adicionales en los próximos meses, según las expectativas vigentes en los mercados. Debido a la relativamente elevada vida media de la deuda preexistente²¹, este incremento se traslada al tipo de interés implícito del saldo vivo de la deuda de forma muy progresiva. De ahí que el aumento anticipado para 2025 en la carga por intereses en porcentaje del PIB sea moderado (hasta el 2,7 %). Sin embargo, a modo de ejemplo de la mayor sensibilidad que implican los niveles actuales de deuda, un aumento de 100 pb en la senda de tipos de interés esperados, tanto de corto como de medio y largo plazo, incrementaría dicha ratio en 2025 en otros 0,4 pp.

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

En la segunda mitad de 2022, las entradas de capital en España (64 mm) superaron a las adquisiciones netas de activos exteriores por parte de los residentes (55 mm), si bien estos flujos fueron más moderados que en la primera mitad del año. Los destinos relevantes de las compras netas realizadas por los inversores internacionales fueron los depósitos bancarios a corto plazo y los títulos de deuda de las instituciones financieras, mientras que desinvertieron en valores de renta fija de las AAPP, en concreto en los de corto plazo.

La posición de inversión internacional (PII) deudora neta de España ha continuado con su senda de corrección durante 2022, reduciéndose hasta el 60,5% del PIB al cierre del año, el nivel más bajo en 18 años (véase gráfico 1.11.1). Sin embargo, el nivel actual todavía es relativamente elevado en comparación con nuestros principales socios comerciales. En 2022, esta ratio descendió en 11 pp, de los que 6,5 pp fueron resultado del avance del PIB, el factor que más contribuyó a esa disminución. En términos de volumen, la PII deudora neta disminuyó gracias a los importes positivos del saldo de las transacciones financieras con el exterior y, en mayor medida, a los efectos valoración y otros ajustes (véase gráfico 1.11.2). Esto último se explica en gran medida por las minusvalías de los pasivos que fueron muy superiores a las de los activos. Así, el aumento de los tipos de interés, redujo fuertemente el valor de los títulos de deuda en manos de los no residentes. En el caso de los activos exteriores, el descenso de su valor estuvo asociado a la caída de las cotizaciones de las acciones y de las participaciones en fondos de inversión extranjeros en manos de los inversores nacionales.

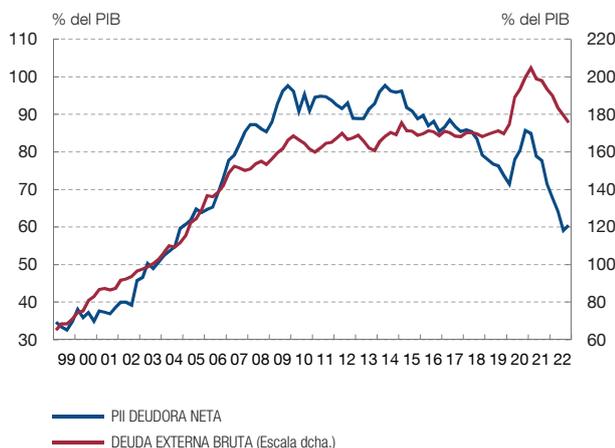
La deuda externa bruta de la nación también se redujo en 2022 en 17,7 pp del PIB, hasta el 175,7 %, como consecuencia fundamentalmente del avance del

21 En concreto, para los valores a corto, medio y largo plazo emitidos por la Administración Central, la vida media al final de 2022 era de 7,7 años, 0,1 años menos que doce meses antes.

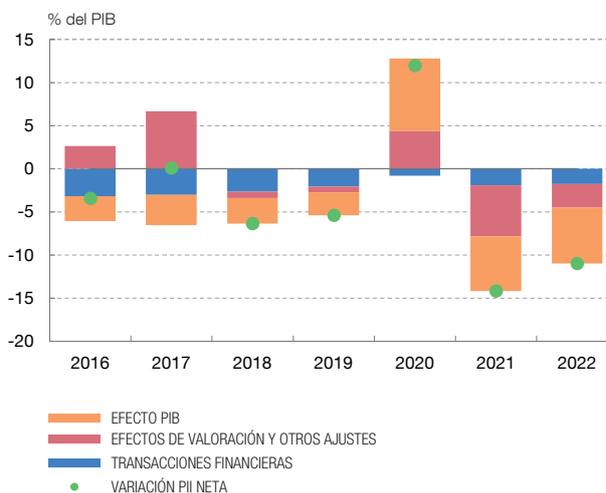
LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL (PII) DEUDORA NETA Y LA DEUDA EXTERNA BRUTA DE ESPAÑA SE HAN REDUCIDO EN 2022, EN RELACIÓN CON EL PIB

La PII deudora neta de España se redujo en 11 pp de PIB en 2022, situándose en el 60,5 %, el nivel más bajo en 18 años. Ello fue resultado de la favorable evolución de todos los componentes, particularmente del avance del PIB nominal. Por su parte, la ratio de deuda externa bruta de España se ha reducido casi exclusivamente gracias al crecimiento del PIB. En términos de volumen apenas se redujo en 2,3 mm en el conjunto de de 2022, y alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre del año, que fue de 2.351 mm.

1 PII DEUDORA NETA Y DEUDA EXTERNA BRUTA (a) (b)



2 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA PII DEUDORA NETA (a)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores en manos de los agentes residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
 b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros, a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).

producto. En términos de volumen, el endeudamiento bruto exterior apenas descendió en 2,3 mm en el conjunto de 2022, habiendo alcanzado su máximo histórico en el primer trimestre del año, que fue de 2.351 mm. Este elemento de vulnerabilidad de la economía española se ve mitigado, en cierta medida, por la composición de los pasivos, al predominar los emitidos a largo plazo y por el sector público, estar denominados en euros y ser principalmente a un tipo de interés fijo.

IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES

Entre junio de 2021 y diciembre de 2022, el crecimiento acumulado del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) en España fue del 9,8%. Por su parte, el euríbor a doce meses ha experimentado también un crecimiento muy marcado en ese mismo período, desde el -0,48% hasta el 3,01%, abandonando desde mayo de 2022 los valores negativos en los que permanecía desde febrero de 2016. Este ascenso del euríbor a doce meses, y de otros tipos de interés de mercado de referencia, ha sido especialmente intenso tras el inicio de las subidas de tipos de interés oficiales por parte del Banco Central Europeo a partir de julio de 2022.

En este recuadro se analiza, para los hogares con deudas vinculadas a propiedades inmobiliarias¹, el impacto de este contexto de inflación elevada y de incrementos de los tipos de interés sobre la proporción de los mismos que tienen problemas de liquidez vinculados al conjunto de sus gastos.

Utilizando la información disponible más reciente de la Encuesta Financiera de las Familias correspondiente al año 2020, se clasifican a estos hogares en función de su capacidad para afrontar sus obligaciones de pago, es decir en función del volumen de renta y recursos líquidos que tienen para asumir gastos de forma inmediata. Concretamente, un hogar se considerará frágil si su renta mensual más el saldo disponible en sus cuentas bancarias destinadas a pagos es inferior a los principales gastos mensuales que se deben afrontar. En estos gastos se incluyen: la alimentación, electricidad, agua, telefonía, colegio/universidad, ocio, comunidad de vecinos, viajes, etc., así como también el pago mensual por adquisición de vehículos, las cuotas hipotecarias o los gastos de alquiler.

La clasificación de un hogar como frágil en este recuadro excluye el resto de los activos financieros y no financieros que el hogar posea y que, eventualmente, podría liquidar para hacer frente a sus pagos en un horizonte más largo², o de sus posibilidades de recurrir a créditos adicionales. En particular, un hogar que no pueda cubrir sus gastos en

un mes determinado no necesariamente alcanzará la situación de moroso en sus préstamos hipotecarios, lo que requeriría que incurra en impagos de sus cuotas con una antigüedad superior a los tres meses. Así, el objetivo aquí es identificar una señal temprana de la probabilidad de impago de los hogares, que informaría también de una evolución negativa de su confianza y nivel de consumo. La entrada en mora hipotecaria representa un estado más tardío de deterioro financiero del hogar, y se analiza específicamente en el recuadro 3.1 de este IEF.

Debido a que la última Encuesta Financiera de las Familias refleja la situación de estas hace tres años, se asume que, entre el período de la encuesta (2020) y el de inicio del análisis (junio de 2021) la distribución relativa entre hogares de rentas y activos líquidos no ha variado, que la renta de los hogares evoluciona de forma proporcional al crecimiento medio de los salarios, que los gastos totales de los hogares crecen de acuerdo con el IAPC, que las cuotas hipotecarias se revisan de acuerdo con la evolución del euríbor para las hipotecas a tipo variable y que se mantiene constante el valor nominal de los activos líquidos. Estos supuestos proporcionan una aproximación a la situación de liquidez inicial de los hogares en junio de 2021.

La estimación del porcentaje de hogares frágiles se obtiene midiendo su capacidad individual para afrontar sus gastos con su renta y activos líquidos disponibles³. Se presenta, en primer lugar, la sensibilidad del porcentaje de hogares frágiles, desde el punto de partida de junio de 2021, ante cambios *ceteris paribus* en el crecimiento del euríbor a doce meses y del IAPC. Para analizar posibles no linealidades, se consideran, respectivamente, escalones de subida de 50 puntos básicos y de 1 punto porcentual para el euríbor doce meses (gráfico 1. a) y el crecimiento del IAPC (gráfico 1. b), manteniendo constante en cada caso el resto de las variables macro.

Como puede observarse en el gráfico 1.a, el porcentaje de hogares frágiles en junio de 2021 (3,31%) crece de forma

1 De acuerdo con datos de la Encuesta Financiera de las Familias de 2020, el número de hogares con deudas hipotecarias vinculadas a su vivienda habitual u otras propiedades inmobiliarias ascendía a 5,2 millones en ese año.

2 Se sigue así una definición similar a la de Lusardi, A., Schneider, D., y Tufano, P. (2011). *Financially fragile households: Evidence and implications*. Brookings Papers on Economic Activity, 2011(1), pp.83-134. Estos autores identifican como frágiles a aquellos hogares incapaces de hacer frente a pagos imprevistos de una cuantía moderada (1.000 dólares estadounidenses) en menos de un mes, por no tener liquidez inmediata para hacerlo.

3 Se clasifica a los hogares de forma dicotómica en función de su capacidad de afrontar los gastos. Esto contrastaría con enfoques alternativos como estimar mediante un modelo estadístico una probabilidad para cada hogar de no poder hacer frente a sus gastos.

IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES (cont.)

no lineal en función de los incrementos aplicados al euríbor a doce meses. El aumento de los primeros 100 pb de este tipo de interés implica un crecimiento asociado del porcentaje de hogares frágiles de apenas 2 pb⁴ (hasta el 3,33 %). La sensibilidad se mantiene relativamente baja en los primeros escalones de aumento. Para un incremento de 350 pb, en línea con el realmente producido desde junio de 2021 hasta diciembre de 2022, el alza del porcentaje de fragilidad sería de 23 pb. A partir de los 400 pb de incremento acumulado del euríbor doce meses, los efectos de subidas adicionales son notablemente mayores y continúan acelerándose. Por ejemplo, el paso de 400 pb a 500 pb de subida acumulada del euríbor doce meses incrementaría el porcentaje de fragilidad en 16 pb. El paso de 500 pb a 600 pb, elevaría este porcentaje en 29 pb.

El efecto de la inflación sobre el porcentaje de hogares frágiles es también bastante moderado para los primeros escalones de aumento. En promedio, cada incremento adicional de 1 pp del IAPC (en los primeros 5 pp de incremento acumulado) eleva el porcentaje de hogares frágiles en 3,1 pb. Por el contrario, para un incremento acumulado adicional de 5 pp (hasta un total de 10 pp), cada punto porcentual de incremento en este intervalo eleva el porcentaje de fragilidad en 7,3 pb. Existe así también un cierto efecto no lineal para esta variable (véase gráfico 1. b).

A la hora de interpretar la relevancia cuantitativa de estos resultados, es necesario tener en cuenta que se está evaluando la capacidad de pago a un mes vista. Bajo horizontes más largos, el agotamiento de los recursos disponibles en las cuentas de pago ante la subida de tipos de interés o precios de consumo puede producir mayores incrementos de la fragilidad y con un patrón no lineal de incremento más acelerado.

En la segunda parte del ejercicio se analiza la sensibilidad del porcentaje de hogares frágiles en España, considerando de forma conjunta la evolución desde junio de 2021 hasta diciembre de 2022 del euríbor a doce meses y de la inflación, medida a través del IAPC, y

también el crecimiento de los salarios. Se analiza la contribución marginal y conjunta de estos distintos factores sobre la fragilidad de los hogares.

Así, partimos del efecto ya identificado de un aumento del euríbor (Δ euríbor) igual al observado desde junio de 2021 hasta diciembre de 2022, excluyendo el resto de los efectos, en particular la inflación. En segundo lugar, se suma además del aumento del euríbor, la inflación observada (Δ euríbor, Δ IAPC). Finalmente, el tercer supuesto aplica adicionalmente a la renta el crecimiento salarial por trabajador en el periodo (Δ euríbor, Δ IAPC, Δ salario).

En una tercera parte del ejercicio, se reestima el porcentaje de hogares frágiles bajo estos distintos supuestos, considerando que cambios en las variables de tipos de interés, inflación y salarios coherentes con las previsiones macroeconómicas para la economía española entre 2023 y 2025 publicadas en marzo de 2023⁵. Los resultados sobre la fragilidad no deben interpretarse, sin embargo, como una predicción: se limitan a identificar la sensibilidad de esta ante perturbaciones de distinto tamaño sobre los gastos y renta de los hogares⁶. El uso de las previsiones para inflación, salarios y tipos de interés permite calibrar un rango plausible y útil para estas perturbaciones.

Los resultados muestran que, las subidas de la inflación y de los tipos de interés ajustadas a los patrones observados de todas estas variables y a las previsiones tendrían, en media, efectos moderados sobre la evolución del porcentaje de hogares frágiles (véase Δ euríbor, Δ IAPC, Δ salario). Excluyendo el crecimiento de la renta al ritmo de los salarios, el aumento inmediato de la fragilidad es mayor (véase Δ euríbor, Δ IAPC). Debe evaluarse con cautela este beneficio inmediato del crecimiento salarial, ya que este puede generar efectos de segunda ronda sobre la inflación, contribuyendo a una mayor fragilidad en un horizonte más prolongado.

El porcentaje estimado de hogares que no podrían hacer frente a sus pagos mensuales utilizando su liquidez

4 Cada pb de aumento de hogares frágiles supondría un aumento de su número de 520 con respecto a la población de 5,2 millones en 2020.

5 Véase *Proyecciones de la economía española (2022-2025)*, Banco de España, marzo de 2023.

6 Un ejercicio de previsión de más alcance requeriría estimar de forma dinámica la evolución mes a mes no sólo de renta y gastos, sino también del *stock* de activos líquidos de los hogares. Además, se consideraría un escenario macroeconómico completo, en el que sería también relevante la evolución de otras variables, como la evolución de las cotizaciones bursátiles o el desempleo.

IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES (cont.)

inmediata sería del 3,54 % por efecto del incremento de tipos de interés hasta diciembre de 2022 (Δ euríbor), 23 pb superior al estimado para junio de 2021, alcanzando este incremento los 72 pb si se considera además el efecto de la inflación (Δ euríbor, Δ IAPC). Considerando el efecto compensador del incremento salarial (Δ euríbor, Δ IAPC, Δ salario), este superaría el efecto de la inflación y el euríbor, reduciendo el porcentaje de hogares frágiles 2 pb hasta el 3,29 %.

Aplicando la evolución de las variables macroeconómicas de interés hasta diciembre de 2025, el porcentaje de hogares con dificultades para asumir sus gastos utilizando su liquidez inmediata alcanzaría un mayor incremento bajo los supuestos de crecimiento de tipos (Δ euríbor), y aumento de tipos y precios (Δ euríbor, Δ IAPC), con crecimientos respectivos de 57 pb y 149 pb respecto a junio de 2021. Considerando un aumento de la renta en línea con el crecimiento salarial (Δ euríbor, Δ IAPC, Δ salario), el porcentaje de hogares frágiles caería respecto a junio de 2021 en 9 pb hasta alcanzar el valor del 3,22 %.

Como ejercicio adicional de sensibilidad, se ha estimado cómo evolucionaría el porcentaje de hogares frágiles asumiendo que las deudas de todos los hogares estuvieran sujetas a tipo de interés variable. Esto cuantifica el grado de protección frente a las perturbaciones de los costes de financiación que proporcionan los préstamos a tipo fijo. Bajo este supuesto, el incremento del euríbor (Δ euríbor) hasta niveles de diciembre de 2022 y 2025 estaría asociado a un incremento, *ceteris paribus*, del porcentaje de hogares frágiles hasta el 3,61 % y el 4 %, respectivamente. Los impactos no son significativamente mayores que en el caso base, utilizando la distribución entre préstamos a tipo variable y fijo, lo que indicaría que estos últimos tendrían un efecto limitado a nivel agregado sobre la fragilidad en el corto plazo.

En relación con este y otros resultados, debe tenerse de nuevo en cuenta el alcance limitado de este recuadro como análisis de sensibilidad a corto plazo. Ante escenarios macroeconómicos completos y horizontes más largos, en los que las reservas líquidas del hogar son

consumidas a lo largo de múltiples meses, tanto el impacto en la fragilidad como la protección frente a ella que brindan los préstamos a tipo fijo serían mayores. Los préstamos a tipo fijo protegen la solvencia de los hogares y no solo su liquidez a corto plazo.

Cuando se analizan los efectos heterogéneos por tipos de hogares, se observa que el impacto del incremento de la inflación y de los tipos de interés se concentra sobre todo en los hogares de rentas más bajas, en particular en los que se corresponden con los dos quintiles inferiores de la distribución de la renta (véase gráfico 3). En el caso del primer quintil, que parte de un nivel de fragilidad mucho más elevado (11,5 % del total de los hogares que lo integran), el porcentaje de hogares frágiles crecería, *ceteris paribus*, en 174 pb aplicando la subida de los tipos de interés esperada entre junio de 2021 y diciembre 2025 (Δ euríbor), mientras que crecería en 475 pb por el efecto combinado del aumento de inflación y tipos de interés, un efecto elevado que podría ser compensado por el crecimiento salarial. En el segundo quintil de renta, el porcentaje de hogares frágiles se incrementaría también si aplicamos la subida esperada de los tipos de interés entre 2022 y 2025 (Δ euríbor), con un incremento de 48 pb, hasta alcanzar un nivel del 2,8 %. El efecto de la inflación y del crecimiento de los salarios tendría un efecto limitado sobre la fragilidad de los hogares en este quintil. Para los hogares en los quintiles de renta tercero y superiores, el impacto en la fragilidad financiera es prácticamente nulo.

Por niveles de carga financiera, se observa que son los hogares en el quintil de mayor peso de carga financiera de la deuda los más afectados por las perturbaciones sobre inflación y tipos (véase gráfico 4)⁷. Así, para los hogares con mayor carga sobre deuda, el porcentaje de hogares frágiles crecería de forma superior a lo que se observa para el conjunto de los hogares en el quintil de rentas más bajo. Concretamente, entre los hogares con mayor carga financiera, el porcentaje de hogares frágiles alcanzaría, *ceteris paribus*, el 13,7 % (110 pb más que en junio de 2021) por el aumento de los tipos de interés (Δ euríbor) observado hasta diciembre de 2022, con un incremento posterior si se considera la variación del euríbor a doce meses hasta 2025. Sin tener en cuenta el

7 Es importante destacar el solapamiento entre menor renta y mayor nivel de carga financiera: así los hogares situados en el quintil de renta más baja representan la mayor proporción de los hogares con mayor carga financiera: concretamente los hogares situados en el quintil de rentas más bajas serían el 55 % de los hogares con mayor peso de su carga financiera.

IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES (cont.)

Gráfico 1
IMPACTO EN EL PORCENTAJE DE HOGARES FRÁGILES (a) (b) (c)

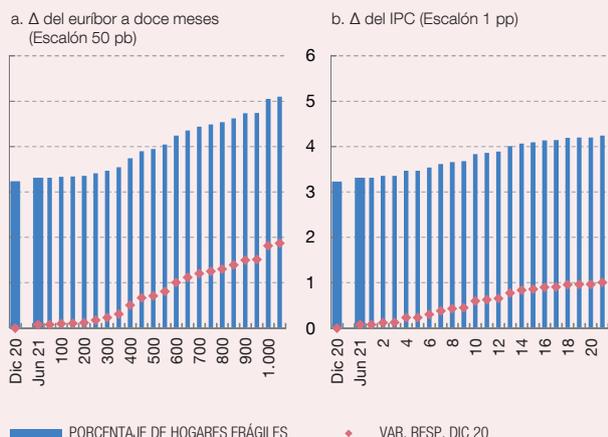


Gráfico 2
IMPACTO EN EL PORCENTAJE DE HOGARES FRÁGILES (2022-2025) (a) (b) (d) (e)

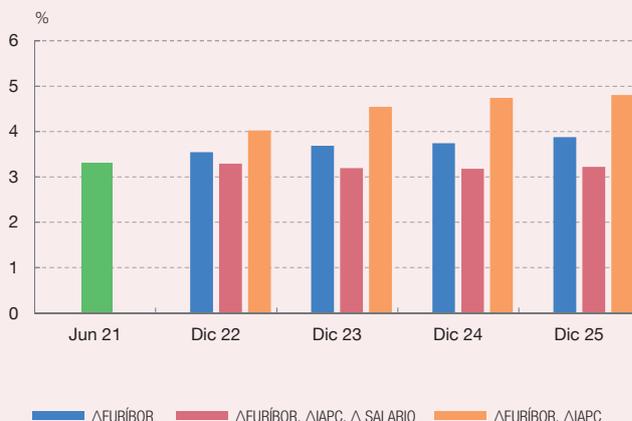


Gráfico 3
IMPACTO EN EL PORCENTAJE DE HOGARES FRÁGILES, POR QUINTILES DE RENTA (2022-2025) (a) (b) (d) (e)

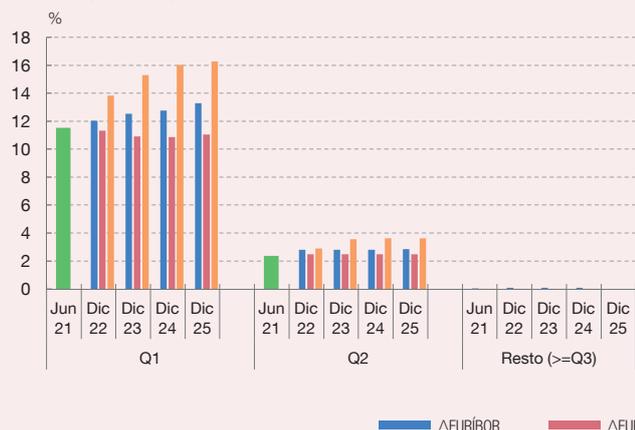
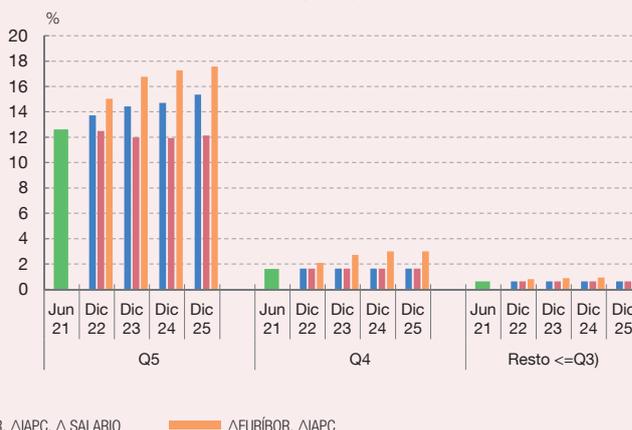


Gráfico 4
IMPACTO EN EL PORCENTAJE DE HOGARES FRÁGILES POR QUINTILES DE CARGA FINANCIERA SOBRE RENTA (2022-2025) (a) (b) (d) (e)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Un hogar se clasifica como frágil si su renta mensual más el saldo disponible en sus cuentas bancarias destinadas a pagos es inferior a los principales gastos mensuales que debe afrontar.
- b El porcentaje de hogares frágiles para diciembre de 2020 se estima con datos de la EFF 2020 para el resto de las fechas, se aplican además supuestos de evolución según el crecimiento agregado (observado en 2021 y 2022, y proyectado en fechas posteriores) del IAPC, salarios y tipos de interés. Los resultados sobre fragilidad no deben interpretarse como previsiones, sino como ejercicios de sensibilidad. Los años del eje X identifican los rangos temporales utilizados para calibrar el tamaño de las perturbaciones de gastos y renta utilizadas en esos ejercicios.
- c A partir del porcentaje de fragilidad de junio de 2021, se consideran escalones de crecimiento del euríbor de 50 pb (gráfico izquierdo) y de 1 pp del IAPC (gráfico derecho), manteniendo el resto de las variables macroeconómicas constantes. Para cada escalón se muestra el efecto acumulado hasta este. La barra con borde grueso representa el porcentaje observado de hogares frágiles en diciembre de 2020 y junio de 21.
- d A partir de 2023, las perturbaciones de renta y gastos se calibrán según las previsiones de índice de precios de consumo armonizado (IAPC), tipos de interés y crecimiento de salarios totales por trabajador en las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española para 2022-2025, congruentes con la última actualización de marzo de 2023.
- e Se utilizan tres supuestos: (Δ euríbor) crecimiento de los tipos de interés, (Δ euríbor, Δ IAPC) crecimiento de los tipos de interés y crecimiento de los gastos de consumo de acuerdo con el IAPC, (Δ euríbor, Δ IAPC, Δ salario) crecimiento de los tipos de interés, crecimiento de los gastos de consumo de acuerdo con el IAPC y crecimiento de la renta de acuerdo con el del salario por trabajador.

IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA FRAGILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES (cont.)

efecto del crecimiento salarial, solo aplicando los cambios de euríbor y IAPC hasta 2025 ($2025 (\Delta\text{euríbor} + \Delta\text{IAPC})$), el porcentaje de hogares frágiles escalaría en este quintil hasta el 17,56 % (495 pb más que en junio de 2021). Para los hogares en el resto de los quintiles, el impacto es muy reducido.

En conjunto, los resultados muestran que los aumentos de inflación y de tipos de interés que, como se ha descrito en el cuerpo del capítulo, se traducirían en mayores proporciones de hogares con carga financiera elevada, pueden materializarse también, a través de los canales gastos de consumo y financieros, en aumentos en las dificultades de liquidez. El aumento de las rentas podría compensar, en buena medida, en el corto plazo estos efectos negativos.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el alcance de este estudio se limita a la liquidez a corto plazo y al análisis de la sensibilidad a variables clave. Bajo horizontes más largos y considerando canales de impacto adicionales (desempleo,

deterioro de la riqueza financiera, etc.), los efectos esperados serán mayores. Además, la materialización de los riesgos identificados en este IEF conduciría a presiones adicionales sobre la liquidez de los hogares.

El análisis identifica también una importante heterogeneidad entre hogares, en función de nivel de renta y endeudamiento, en su capacidad para resistir perturbaciones financieras sin sufrir problemas de liquidez. Es necesario extender este análisis en el futuro para explorar la importancia de fuentes adicionales de heterogeneidad, como las diferencias en el crecimiento de la renta (e.g., hogares con distinta edad media y renta se ven afectados de forma distinta por crecimiento de salarios, pensiones, salario mínimo) y de los gastos de consumo (e.g., el peso relativo de la categoría de alimentos es mayor en los hogares de menor renta). También es de interés estudiar el análisis a hogares de otros grupos poblacionales, más allá de los que están sujetos a deudas vinculadas con su vivienda u otros inmuebles.

2

RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

2 RIESGOS Y CAPACIDAD DE RESISTENCIA DEL SECTOR FINANCIERO

La actividad crediticia ha comenzado a reflejar ya el encarecimiento de la financiación y la moderación del crecimiento, con un descenso en el volumen de crédito al sector privado en España en 2022. El crédito para adquisición de vivienda y el destinado a las empresas impulsaron este descenso. La calidad del crédito no mostró, sin embargo, señales de deterioro, y se mantuvieron las tendencias decrecientes en el volumen de activos problemáticos.

Esta resiliencia del balance, junto con una mejora del margen de intereses asociada al aumento de los tipos de interés, contribuyó a que el sector bancario mejorara su resultado ordinario. A pesar de ello, la solvencia, medida con la ratio media de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) se redujo para el agregado del sector bancario español, debido a que la expansión del activo no se vio suficientemente compensada por el aumento del CET1. Como resultado, el sistema bancario español no mostró mejoras en su posición relativa en la comparativa europea en este ámbito.

La perspectiva para los próximos meses debe guiarse por la prudencia. Por un lado, las entidades podrían requerir mayores dotaciones por deterioro del balance como consecuencia de la potencial materialización de algunos de los riesgos mencionados en el capítulo anterior, en especial la erosión de la capacidad de pago de empresas y hogares. Por otro lado, podría observarse un paulatino estrechamiento del margen de intermediación asociado al aumento del coste del pasivo, en particular de la remuneración de los depósitos. Las turbulencias recientes en el sector bancario global apuntan a un incremento de su coste de financiación que induciría una evolución menos favorable de este componente de los resultados. De forma relacionada, el posible comportamiento procíclico de algunos intermediarios financieros no bancarios a nivel global, con posiciones de liquidez o apalancamiento más vulnerables, que buscarían reducir el tamaño de sus balances o demandar mayores primas de riesgo, podría presionar adicionalmente el coste de los fondos para las entidades bancarias y otros intermediarios del sector financiero español.

En este contexto, es clave que las entidades bancarias mantengan un adecuado flujo de crédito a los proyectos solventes y, para ello, deben observar una política prudente de planificación de provisiones y de capital, que permita precisamente destinar parte del incremento de los beneficios que se está produciendo en el corto plazo a aumentar la capacidad de resistencia del sector ante eventos no previstos.

2.1 Las entidades de depósito

2.1.1 Estructura de balance, riesgos y vulnerabilidades

Riesgo de crédito

En 2022, el crédito al sector privado residente en España descendió, en contraposición a lo observado en los dos años precedentes. El *stock* de crédito concedido por las entidades de depósito al sector privado residente en España descendió un 0,7 % en el último año (véase gráfico 2.1.1). Este retroceso contrasta con el comportamiento observado en los dos años precedentes: una importante expansión del crédito en 2020, en parte debida a las políticas implementadas para mitigar las consecuencias de la pandemia de COVID-19, y estabilidad en 2021.

En términos reales¹, las tasas de descenso del crédito al sector privado residente se asemejan a las observadas en los años previos a la pandemia. En concreto, en 2022 se registró un descenso interanual del 5,8 %, mayor que el del año anterior (4,7 %), explicado fundamentalmente por el rápido repunte de la inflación, que no ha sido compensado por un mayor crecimiento del crédito nominal. El análisis de la información en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) indicaría que tanto los factores de oferta como los de demanda habrían contribuido a esta evolución (véase capítulo 3).

El aumento del crédito nuevo al sector privado residente en 2022 no pudo compensar el crecimiento de las bajas de balance. El descenso del *stock* de crédito se produjo a pesar del mayor volumen de nuevas operaciones concedidas, que fueron un 8,9 % superiores a las del año anterior, y del aumento del uso de disponible en operaciones ya existentes (12,9 % interanual, superior al de 2021). Todos estos efectos fueron más que compensados con unas mayores bajas, que fueron un 11,3 % superiores a la cifra de 2021 y que incluyen amortizaciones, reconocimiento de fallidos, titulizaciones y ventas de carteras (véase gráfico 2.1.2). Como se analiza con más detalle en otros puntos de este Informe, el deterioro de las condiciones globales de financiación puede afectar negativamente tanto a la oferta como a la demanda de crédito al sector privado y propiciar un comportamiento más contractivo del mismo en los próximos trimestres.

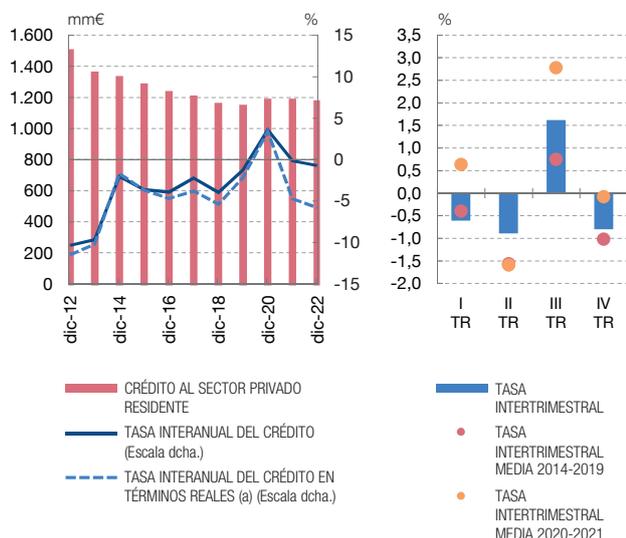
En el caso de los hogares, el crédito se redujo debido al descenso del *stock* de préstamos concedidos para adquisición de vivienda. En un contexto en que los volúmenes de las nuevas operaciones de crédito con los hogares aumentaron en

¹ Las cifras en este párrafo corresponden al crédito real, obtenido 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). En el resto del capítulo, las referencias a crédito se refieren a crédito nominal.

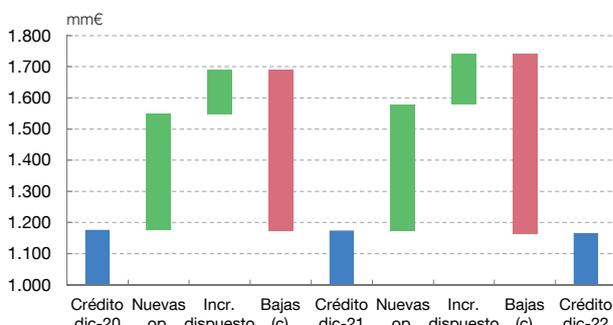
EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE EN ESPAÑA DESCENDIÓ UN 0,7 % EN 2022, SI BIEN SE REGISTRÓ UN INCREMENTO DE CRÉDITO NUEVO

El descenso del saldo vivo del crédito al sector privado residente en España en 2022 contrastó con su comportamiento estable en 2021. Esta evolución estuvo marcada por unas mayores bajas en comparación con el año anterior, que compensaron los incrementos en las nuevas operaciones de crédito y en el incremento de dispuesto por uso de disponible en operaciones ya existentes. En términos reales, el descenso fue más notable y se asemejó al de los años previos a la pandemia.

1 VOLUMEN DE CRÉDITO Y TASA DE VARIACIÓN
Negocios en España. DI



2 EVOLUCIÓN DEL FLUJO DE CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE (b)
Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

- a 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).
- b El sector privado residente incluye hogares, sociedades no financieras y empresarios individuales, y empresas financieras.
- c En el concepto de bajas se incluyen amortizaciones, reconocimiento de fallidos, titulizaciones y venta de carteras.

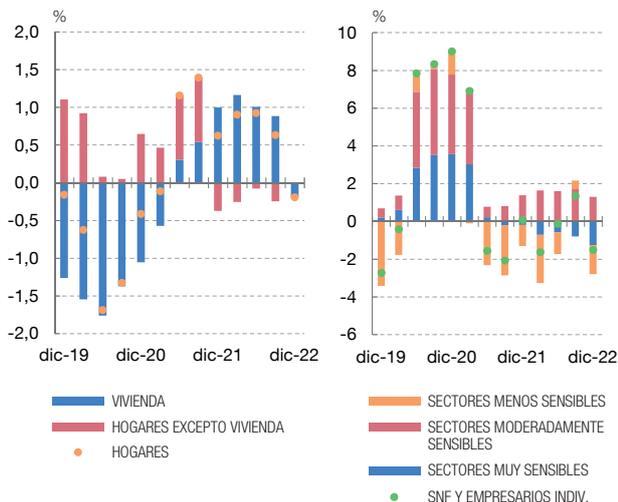
un 7,4 %, el *stock* de crédito con este sector descendió sin embargo en diciembre de 2022 un 0,2 % en tasa interanual, en contraste con el crecimiento del 0,6 % observado un año antes (véase gráfico 2.2.1). Esto se debió fundamentalmente al descenso del *stock* de crédito concedido para adquisición de vivienda. Destaca la contracción del saldo vivo y del volumen de nuevas operaciones del crédito a vivienda en el último trimestre del pasado año, como se ha analizado en más detalle en el capítulo 1. El resto del crédito a hogares se mantuvo estable en el último año.

El descenso del crédito empresarial vino impulsado tanto por los sectores que fueron más afectados por la crisis sanitaria como por aquellos menos afectados. El *stock* de crédito a sociedades no financieras y a empresarios individuales descendió en 2022 un 1,5 % en tasa interanual (véase gráfico 2.2.1). Destacó el descenso en el último año del 6,9 % del crédito concedido a los sectores más afectados por la pandemia de COVID-19. No obstante, el crédito a estos sectores fue el que más se expandió en los primeros trimestres de la pandemia, como consecuencia, en parte, de las políticas de apoyo económico desplegadas

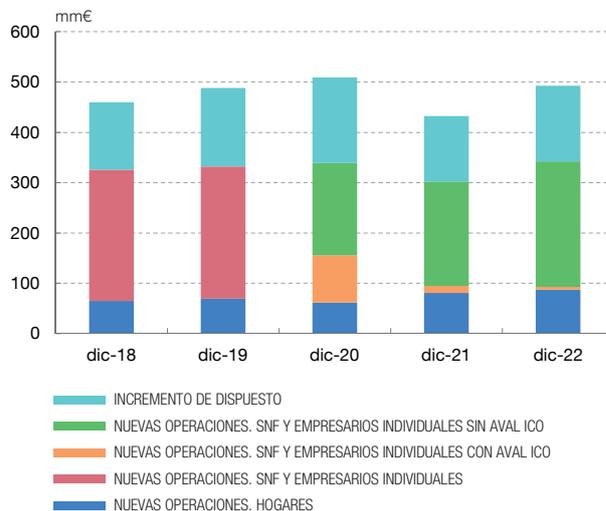
EL STOCK DE CRÉDITO DESCENDIÓ EN 2022 TANTO EN HOGARES, DEBIDO A LA EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO A VIVIENDA, COMO EN LAS FINALIDADES EMPRESARIALES, PESE AL MAYOR CRÉDITO NUEVO EN AMBOS SEGMENTOS

El saldo del crédito a hogares descendió un 0,2 % interanual en diciembre de 2022, como consecuencia de la evolución del crédito a vivienda, que presentó una tasa de variación interanual negativa en el último trimestre del año. En los sectores empresariales, el crédito se contrajo en términos interanuales, debido sobre todo a los sectores más afectados por la pandemia. En cuanto al crédito nuevo, aumentaron las nuevas operaciones y el saldo dispuesto en operaciones vivas, tanto en hogares como en empresas.

1 CONTRIBUCIONES A LA TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO A HOGARES (IZDA.) Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES (DCHA.)
Negocios en España, DI



2 VOLUMEN DE CRÉDITO NUEVO EN EL AÑO.
HOGARES, SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES (a)
Negocios en España, DI



FUENTE: Banco de España.

a Se excluyen en este gráfico las otras sociedades financieras.

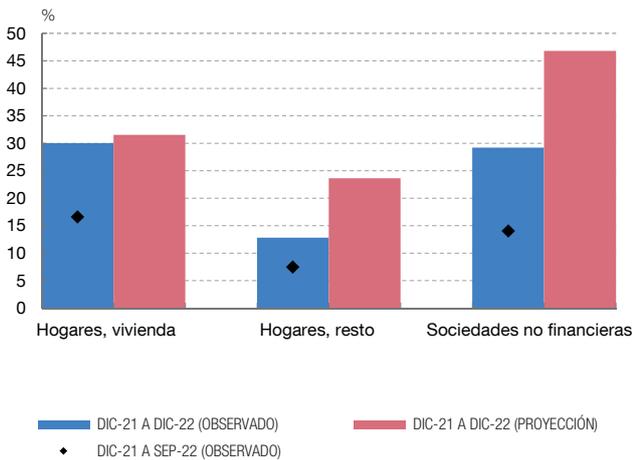
(e.g., programa de avales ICO). El descenso actual reflejaría, al menos en parte, la reducción progresiva del endeudamiento extraordinario asumido por estos sectores durante ese período. Hay que destacar sin embargo que los sectores menos afectados por la pandemia fueron los que más negativamente contribuyeron a la evolución del *stock* de crédito en 2022, ya que, aunque su descenso interanual fue más reducido (-3,3 %), su peso en el total del crédito a empresas es superior. Estos descensos del saldo vivo ocurrieron a pesar de que las nuevas operaciones de crédito con el sector empresarial aumentaron un 15,2 % en tasa interanual, mientras que los incrementos de dispuesto por uso de crédito disponible crecieron un 23,3 % (véase gráfico 2.2.2).

La transmisión del incremento del euríbor, tipo de interés de referencia, a los tipos medios de las carteras de préstamos a hogares y empresas se intensificó en el último trimestre de 2022. Entre diciembre de 2021 y diciembre de 2022, el incremento acumulado del euríbor a doce meses alcanzó los 352 pb, superior tanto en velocidad como en magnitud a episodios previos de subida observados desde el año 2000. Actualmente, la traslación alcanza valores cercanos al 30 % en el caso de los tipos medios observados en el *stock* de préstamos a hogares para adquisición de vivienda y en el de crédito a empresas no financieras. Por su parte, el nivel de

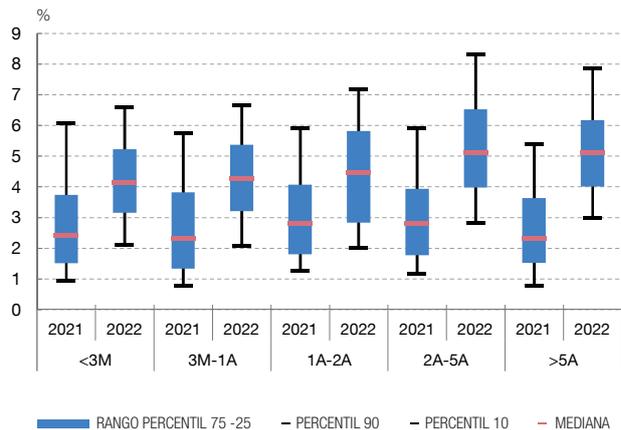
LA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DEL EURÍBOR A LOS TIPOS DE INTERÉS MEDIOS DE LAS CARTERAS DE PRÉSTAMOS SE ACELERÓ EN IV TR 2022, SITUÁNDOSE EN EL ENTORNO DEL 30 %. LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS NUEVOS CON EMPRESAS SE ELEVARON EN TODOS LOS PLAZOS

La transmisión de la actual escalada del euríbor a doce meses a la cartera de préstamos bancarios se situó, en diciembre de 2022, en valores cercanos al 30 % en los préstamos a empresas no financieras y en el crédito a hogares para adquisición de vivienda, una parte del cual cuenta con cláusulas de revisión periódica, y en torno al 13 % en los préstamos a hogares para otros fines. Por su parte, los tipos de interés de las operaciones nuevas con empresas se elevaron significativamente en todos los plazos, creándose además un diferencial por plazo superior que apenas existía en 2021.

1 TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DEL EURÍBOR A LOS TIPOS DE INTERÉS DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE TIPOS DE INTERÉS APLICADOS EN PRÉSTAMOS NUEVOS A EMPRESAS, POR PLAZO DE LA OPERACIÓN. IV TR 2021 - IV TR 2022 (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés aplicado en operaciones de préstamo y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado. La proyección de la evolución de los tipos de interés comerciales se ha llevado cabo mediante un modelo VAR estructural multivariante estimado con información proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.
- b Se emplea el tipo efectivo de definición restringida (TEDR), que es el componente de tipo de interés de la tasa anual equivalente (TAE) que excluye todas las comisiones y gastos, aplicado en las operaciones nuevas con plazo definido identificadas respectivamente, en los últimos trimestres de 2021 y de 2022.

traslación en la cartera de préstamos a hogares para otras finalidades fue más limitado (13 %) (véase gráfico 2.3.1). Tanto en esta cartera, como en la de crédito a empresas no financieras, el grado de traslación fue inferior a lo que implicaría la sensibilidad media a través del ciclo económico de los tipos de préstamo al tipo interbancario². La contención de los costes medios de pasivo, analizada más adelante, habría contribuido, al menos en parte, a este desarrollo.

El aumento de los tipos de interés aplicados en los nuevos préstamos con empresas ha sido generalizado entre entidades y plazos, y de una magnitud superior en los más largos. El tipo de interés mediano de las nuevas operaciones

² Esta sensibilidad se estima mediante un análisis econométrico con un modelo de vectores autorregresivos que vincula la evolución de los tipos medios de los préstamos al euríbor a doce meses y a otras variables macroeconómicas.

con empresas a plazo inferior a tres meses se elevó en 1,7 pp, entre el último trimestre de 2021 y el último trimestre de 2022, mientras que el de las operaciones a plazo superior a cinco años se incrementó en 2,8 pp en el mismo período. De los datos reportados a la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), se concluye que se ha creado un diferencial por plazo (mayores tipos de interés para las operaciones con un plazo de vencimiento mayor) que prácticamente no existía en 2021 (véase gráfico 2.3.2). Los préstamos a más largo plazo llevan asociado —todo lo demás igual— un mayor riesgo, por lo que este patrón sería coherente con un incremento en la prima de riesgo aplicada a los prestatarios, pudiendo reflejar una mayor prudencia por parte de las entidades ante el entorno de incertidumbre.

En los próximos trimestres, es esperable que el aumento de los tipos de referencia continúe trasladándose a los tipos medios de préstamo, existiendo además riesgos al alza sobre su evolución. De acuerdo con la modelización de las series históricas, se puede esperar en 2023 una mayor traslación del aumento ya producido de los tipos de referencia a los tipos medios de préstamo, especialmente en aquellos para adquisición de vivienda. Las turbulencias financieras globales observadas desde marzo de 2023 implican riesgos al alza a través del canal de prima de riesgo sobre los costes de financiación del sector bancario, y aumentos de estos se transmitirían también, al menos parcialmente a los tipos de préstamo.

El volumen de dudosos del crédito al sector privado residente continuó descendiendo en 2022. En los doce meses hasta diciembre de 2022, estos activos problemáticos descendieron en más de 9 mm de euros (véase gráfico 2.4.1), lo que representa un retroceso interanual del 18,5%. El descenso de 2022 fue generalizado entre entidades y se produjo tanto en sociedades no financieras y empresarios individuales (-13,7%), como en hogares (-24,3%). En ambos casos, además, el ritmo de descenso aumentó en el último año (8,6 pp y 18,2 pp respectivamente). Los dudosos del crédito para consumo, segmento asociado a ratios de dudosos más elevadas, descendieron también en 2022, situándose ya en niveles previos a la pandemia (véase gráfico 2.4.2).

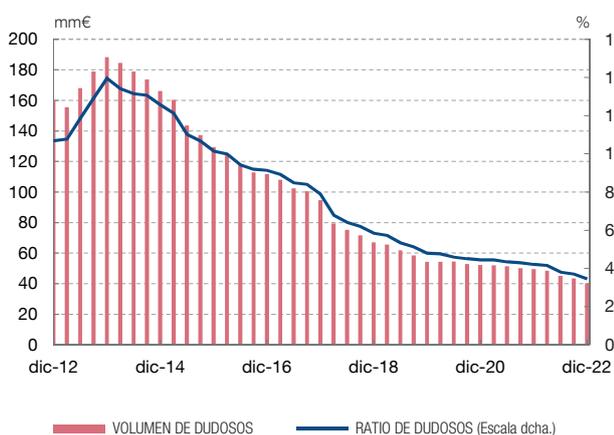
La ratio de dudosos se situó en diciembre de 2022 en el 3,5%, la cifra más baja desde diciembre de 2008. En 2022, esta ratio se redujo en 0,8 pp para el conjunto del sector privado residente, y lo hizo tanto para los sectores empresariales (-0,7 pp, hasta el 4,7%) como para los hogares (-0,9 pp, hasta el 2,8%). Desde el inicio de la pandemia, la reducción en las ratios de dudosos de sociedades no financieras y hogares alcanzó los 1,6 pp y 1,4 pp, respectivamente. En los sectores empresariales más afectados por la pandemia³, la ratio de dudosos descendió en menor medida, 0,3 pp en el último año, hasta el 5,6% (véase gráfico 2.4.3).

3 El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15% en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte.

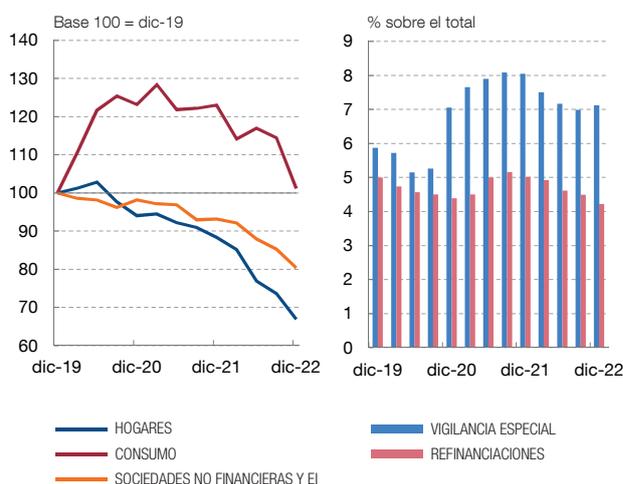
LOS ACTIVOS DUDOSOS ACELERARON SU RITMO DE DESCENSO EN 2022, ATENUÁNDOSE LAS SEÑALES TEMPRANAS DE DETERIORO EN EL CRÉDITO EMPRESARIAL

Los activos dudosos continuaron descendiendo en 2022, y lo hicieron a mayor ritmo que en los años previos (-18,5%). Esto se trasladó a la ratio de dudosos, cuyo descenso fue significativo tanto en hogares (0,9 pp) como en sociedades no financieras y empresarios individuales (0,7 pp). Los créditos en vigilancia especial, refinanciados y reestructurados también descendieron en el año. No obstante, dentro del segmento de hogares se observó un aumento moderado de los préstamos en vigilancia especial.

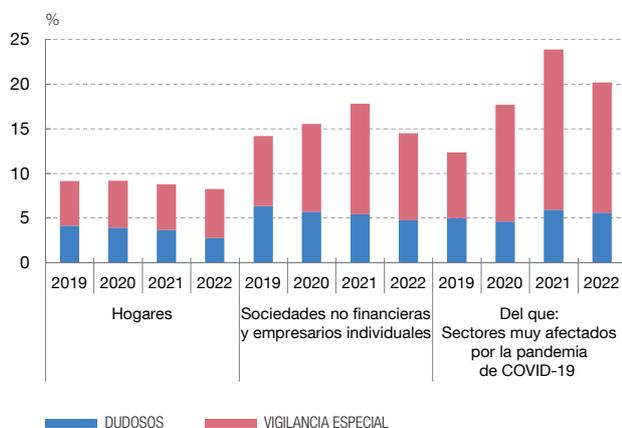
1 DUDOSOS Y RATIO DE DUDOSOS DEL SECTOR PRIVADO RESIDENTE
Negocios en España. DI



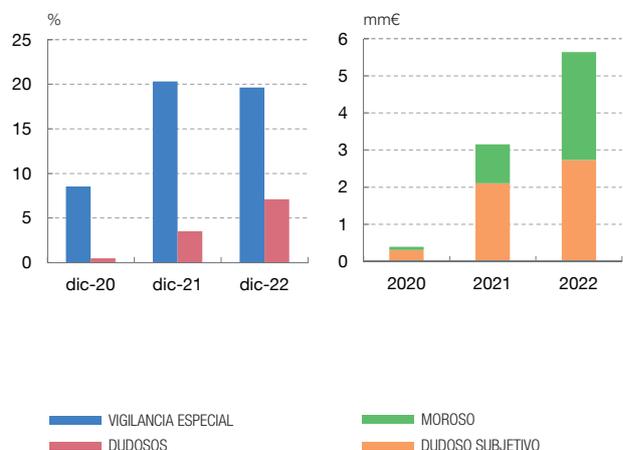
2 VOLUMEN DE DUDOSOS (IZDA.) Y SEÑALES DE DETERIORO TEMPRANO EN EL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE (DCHA) (a)
Negocios en España. DI



3 PESO DEL CRÉDITO EN SITUACIÓN DUDOSA Y VIGILANCIA ESPECIAL. HOGARES, SNF Y EMPRESARIOS INDIVIDUALES (b)
Negocios en España. DI



4 PRÉSTAMOS AVALADOS POR EL ICO. EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD CREDITICIA (c) (IZDA.) Y COMPOSICIÓN DE LOS DUDOSOS (DCHA.)
Negocios en España. DI



FUENTE: Banco de España.

- a Se muestra, para el crédito en vigilancia especial y refinanciado, el peso de cada categoría sobre el total del crédito al sector privado residente.
- b El crédito a los sectores más afectados se aproxima como el correspondiente a sectores con una caída de la facturación de más del 15% en 2020 y que pueden ser identificados en el estado regulatorio FI-130. En particular, el crédito a los sectores más afectados incluye hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y ocio, transporte y almacenamiento, y fabricación de material de transporte. Los datos de cada año corresponden al mes de diciembre.
- c Se mide la proporción del volumen de préstamos con aval ICO a empresas y empresarios individuales que presentan una situación de crédito dudoso o de vigilancia especial.

Por su parte, los préstamos en vigilancia especial⁴ registraron una caída del 12,2% interanual. El peso de los préstamos en vigilancia especial se redujo entre diciembre de 2021 y diciembre de 2022 en 0,9 pp, hasta el 7,1 % del total de crédito al sector privado residente. No obstante, todavía son un 24,5 % superiores a los registrados antes de la pandemia. Por sector institucional (véase gráfico 2.4.3), en 2022, estos activos problemáticos aumentaron su peso relativo en hogares (0,4 pp hasta el 5,5 %) y disminuyeron en sociedades no financieras y empresarios individuales (2,6 pp hasta el 9,8 %). En los sectores más afectados por la pandemia del COVID-19, en los que los préstamos en vigilancia especial habían registrado un incremento muy marcado hasta mediados de 2021, disminuyó su relevancia de forma muy significativa (3,4 pp hasta el 14,6 %), aunque se mantuvo por encima de la media.

Las operaciones refinanciadas o reestructuradas también mostraron una evolución a la baja en 2022. Su peso relativo descendió el último año en 0,8 pp hasta el 4,2 % del total del crédito al sector privado residente, tras haber bajado su volumen un 16,5 % desde finales de 2021 (véase gráfico 2.4.2), cuando alcanzaron el nivel prepandemia.

En 2022, según los datos registrados en CIRBE, el importe dispuesto vinculado a créditos a empresas con aval ICO descendió, al tiempo que empeoró su calidad crediticia. El importe de estas operaciones experimentó un descenso interanual del 11,3 % en diciembre de 2022. La proporción de crédito con aval ICO calificada en vigilancia especial descendió 0,8 pp hasta el 19,6 % del total; sin embargo, los activos dudosos aumentaron un 78,8 % en el último año, lo que hizo que la ratio de dudosos⁵ aumentara 3,6 pp, hasta el 7,1 % (véase gráfico 2.4.4). La reducción del tamaño agregado de esta cartera cerrada en 2022 contribuyó a 0.8 pp de este aumento de la ratio de dudosos⁶. Dentro de los créditos ICO clasificados como dudosos, fueron los morosos (que ya han incurrido en impago objetivo) los que más se elevaron (un 177 % en tasa interanual), mientras que los dudosos no morosos lo hicieron en menor medida (un 29,6 % en tasa interanual). El peor comportamiento de la calidad crediticia de esta cartera en relación con la del conjunto de los préstamos a empresas entra dentro de las expectativas de despliegue del programa de garantías ICO, especialmente orientado a las empresas que

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

5 Esta ratio es calculada en cada fecha para el total de operaciones con aval del ICO como cociente del saldo vivo dispuesto de aquellas con clasificación contable de dudoso, tanto morosas como operaciones dudosas subjetivas, entre el saldo vivo dispuesto del total de operaciones con esta garantía pública.

6 Los préstamos ICO vinculados al COVID-19 constituyen una cartera cerrada debido a que la concesión de estas operaciones no continuará a futuro. Así, conforme avance la amortización de las operaciones existentes, el saldo vivo de la cartera se reducirá necesariamente. Para una cantidad dada de crédito dudoso que permanece en balance, este proceso de reducción de tamaño propicia el crecimiento mecánico de la tasa de dudosos, pero también una menor exposición al riesgo de entradas adicionales futuras en situación de dudoso.

afrontaban la crisis sanitaria de 2020-2021 con una posición financiera más débil y que se verían más afectadas por esta, en particular por la naturaleza de su actividad sectorial (e.g., comercio u hostelería). Distintas medidas (en particular, de índole fiscal y monetaria) han contribuido a preservar la renta de las empresas desde entonces, pero el grado de protección no es completo, produciéndose así un deterioro más marcado de la capacidad de pago en empresas más vulnerables.

El mayor ritmo de descenso de los préstamos dudosos en 2022 vino motivado tanto por las menores entradas como por las mayores salidas desde esta categoría de riesgo. Las entradas en esta categoría fueron un 15,2 % menos que en el año anterior (véase gráfico 2.5.2). Las salidas anuales, por su parte, aumentaron un 5 % en el período. Dentro de estas, el flujo de préstamos que pasaron a ser clasificados como fallidos descendió ligeramente, mientras que aumentaron los flujos a la categoría de vigilancia especial, y las transferencias de activos, que supusieron un 16,8 % del total de salidas, frente al 13,3 % del año anterior⁷. El traspaso de carteras deterioradas es algo especialmente complejo en contextos de elevada incertidumbre, por lo que el incremento observado refleja la necesidad de que las entidades mantengan una política de provisiones prudente que facilite estas operaciones.

Respecto al descenso del saldo en vigilancia especial, se observaron menores entradas desde y mayores salidas hacia situación normal. En el último año, el descenso en las entradas desde situación normal, que fueron las más bajas desde 2019, fue superior al incremento observado de las entradas desde dudoso, mencionado previamente, por lo que el efecto neto fue de una reducción de las entradas con respecto a 2021 (véase gráfico 2.5.1). Sin embargo, otra parte de la reducción del crédito en vigilancia especial se sustentó en un aumento considerable de las salidas a situación normal. En conjunto, esta evolución sería compatible con un freno de la acumulación de riesgos latentes.

Los activos adjudicados descendieron en 2022 en un 14,5 %, hasta situarse en diciembre en 19,7 mm de euros. Esta caída continúa la tendencia observada en los últimos años. Desde el inicio de la pandemia de COVID-19, estos activos improductivos han descendido en más de 11 mm de euros —un 36 %—, que se suma a las caídas ya apuntadas en los años previos a la crisis sanitaria.

Es importante mantener una vigilancia prospectiva de la calidad crediticia, a pesar de su evolución reciente favorable. Los riesgos identificados sobre la actividad y la inflación, y, particularmente, el endurecimiento adicional de las condiciones financieras, podrían revertir la mejora de la calidad crediticia

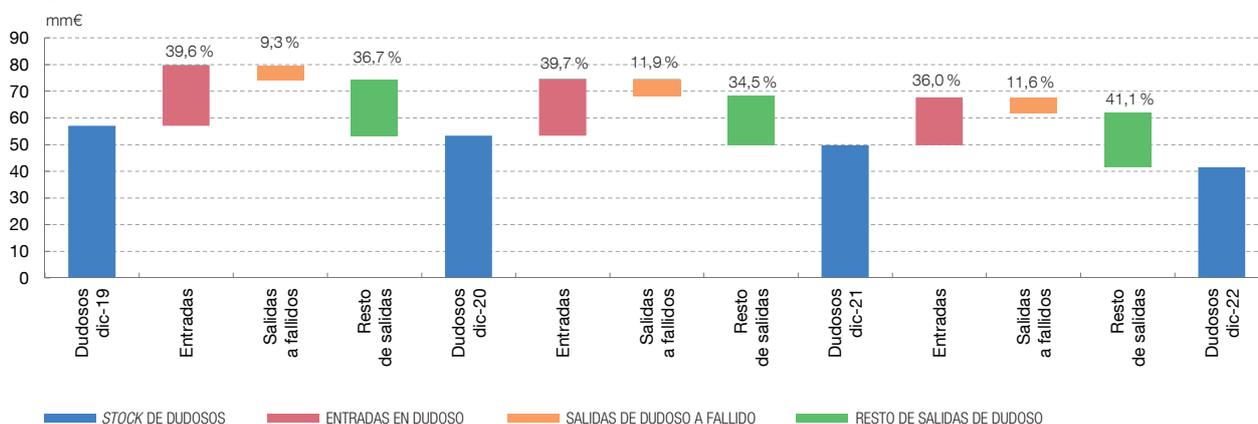
⁷ Las transferencias de activos corresponden a ventas de carteras y titulaciones. Descendieron además las salidas tanto a activos adjudicados como a clasificación normal, si bien el peso de estos importes es reducido sobre el conjunto de las salidas de dudoso.

Gráfico 2.5

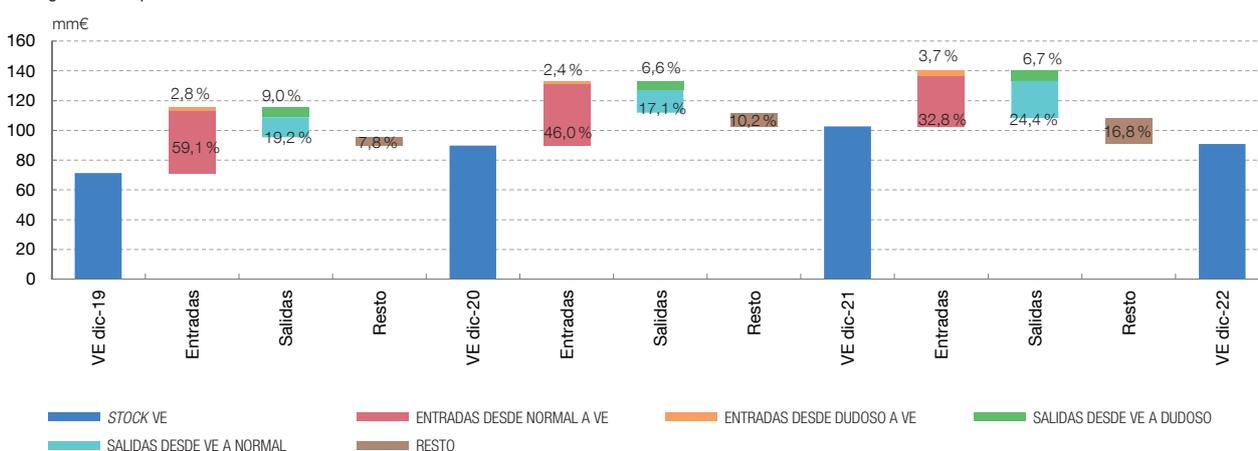
EL DESCENSO DE LOS PRÉSTAMOS EN DUDOSO Y EN VIGILANCIA ESPECIAL SE DEBIÓ TANTO A MENORES ENTRADAS COMO A MAYORES SALIDAS DE ESTAS CATEGORÍAS

Descendieron las entradas en dudoso y aumentaron las salidas desde esta categoría de riesgo, con especial relevancia de las reclasificaciones a vigilancia especial y de las transferencias de préstamos. Por su parte, los préstamos en vigilancia especial descendieron en 2022 como consecuencia tanto de unas menores entradas desde la categoría de normal en la que nacen los riesgos como de unas mayores salidas, especialmente a normal.

1 FLUJOS DE ENTRADAS Y SALIDAS DE PRÉSTAMOS Y ANTICIPOS EN DUDOSOS (a)
Negocios en España. DI



2 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 a final del año diferente a aquella en la que se hallaban al principio del mismo, o en el momento de su reconocimiento inicial en balance si ha sido posterior a ese principio de año. Los porcentajes que aparecen encima de las barras de los distintos flujos hacia 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.

observada en 2022⁸, y deben estar muy presentes en la planificación de provisiones y capital.

El activo total consolidado de las entidades de depósito españolas se situó en diciembre de 2022 en 4.040 mm de euros, tras haber crecido un 2,1 % en tasa interanual (véase anejo 1). Los activos financieros⁹ en España descendieron un 7,7 % en términos interanuales, mientras que aquellos localizados en el negocio en el extranjero, valorados en euros, aumentaron en un 9,6 %. Estos últimos pasaron así a representar un 53,7 % del total, 4,3 pp más que hace un año. Una gran parte del descenso de los activos financieros en España vino explicada por la reducción en los saldos en bancos centrales (-31,9 % en tasa interanual) y, en menor medida, por el descenso en los préstamos al sector privado residente (-2,5 % en datos consolidados). Por su parte, el incremento de los activos financieros en el exterior se debió al aumento del crédito al sector privado residente en esos países (10,3 % frente a diciembre de 2021) y de la renta fija (16 %), en un contexto de depreciación del euro que reforzó este crecimiento (véase gráfico 2.6.1).

El crédito se incrementó en 2022 en la mayor parte de los países relevantes para el negocio de las entidades españolas. En particular, creció en términos interanuales en Estados Unidos (31,5 %), Brasil (27,7 %), México (24,1 %) y Turquía (11,2%), y descendió ligeramente en el Reino Unido (2,1 %). Dado que una gran parte del negocio en estos países se lleva a cabo en moneda local, la apreciación de estas frente al euro¹⁰ contribuyó a esta expansión, con la excepción de Turquía, donde el negocio aumentó a pesar de continuar la fuerte depreciación de la lira turca con respecto al euro (véase gráfico 2.6.2).

La exposición a valores de renta fija de las entidades de depósito también creció en el último año. Estos instrumentos representaban el 13,6 % del activo total (14,2 % de los activos financieros) en diciembre de 2022, tras haber crecido un 11,7 % en el año. En el negocio en el exterior, el peso de la renta fija sobre el total de activos financieros superó en diciembre el 15,4 % (0,9 pp más que en el mismo mes de 2021), destacando el peso de países como Italia, Estados Unidos y México en relación con su participación en el crédito (véase gráfico 2.6.3). En el negocio en España, la renta fija también ganó peso, alcanzando el 12,7 % de los activos financieros, con un incremento interanual de 1,5 pp. Más del 80 % de los valores de renta fija a nivel consolidado tienen como contraparte a AAPP. En el último año, los

8 Véase el [recuadro 2.2 del Informe de Estabilidad Financiera de otoño de 2022](#) para un análisis sobre el impacto en provisiones y capital de un escenario adverso de materialización de estos riesgos.

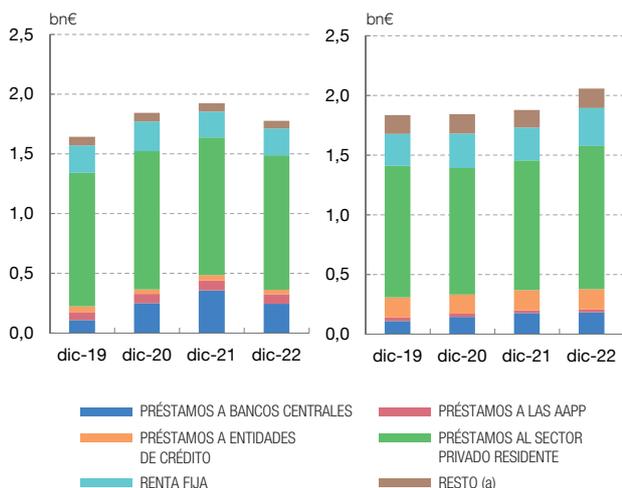
9 En conjunto, los activos financieros (préstamos, derivados, valores de renta fija y variable, saldos en efectivo) representaban el 95 % del balance de las entidades de depósito en diciembre de 2022.

10 En 2022 se produjeron apreciaciones del 6,6 % en el dólar estadounidense, del 12,4 % en el real brasileño y del 11,9 % en el peso mexicano, y depreciaciones del 5,4 % en la libra esterlina y del 24,4 % en la lira turca.

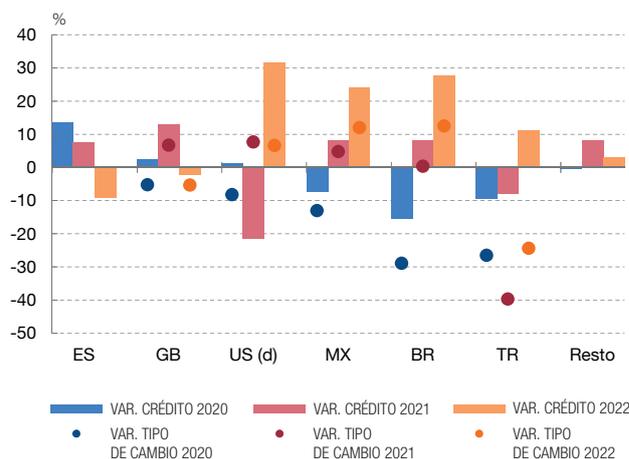
EL VOLUMEN DEL NEGOCIO EN EL EXTERIOR AUMENTÓ EN EL ÚLTIMO AÑO, EN PARTE POR LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO, MIENTRAS QUE LAS RATIOS DE DUDOSOS DESCENDIERON EN LA MAYORÍA DE LOS PAÍSES MÁS RELEVANTES, CON LA EXCEPCIÓN DE BRASIL

El negocio en el exterior de las entidades de depósito españolas se incrementó en el último año un 9,6 %, sobre todo por el ascenso de los préstamos y la renta fija. Este incremento se explica fundamentalmente por la evolución al alza del negocio en Estados Unidos, México y Brasil, debido en parte a los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de estos países frente al euro. Las ratios de dudosos descendieron en casi todos los mercados relevantes para el negocio de las entidades españolas, con la excepción notable de Brasil, donde se incrementó de forma significativa.

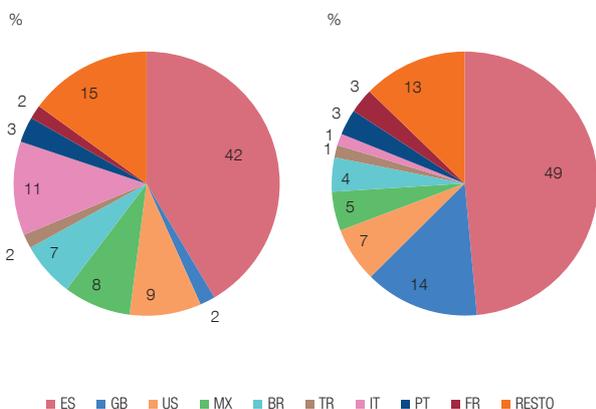
1 COMPOSICIÓN DEL ACTIVO FINANCIERO EN ESPAÑA (IZDA.) Y EN EL EXTRANJERO (DCHA.) Datos consolidados



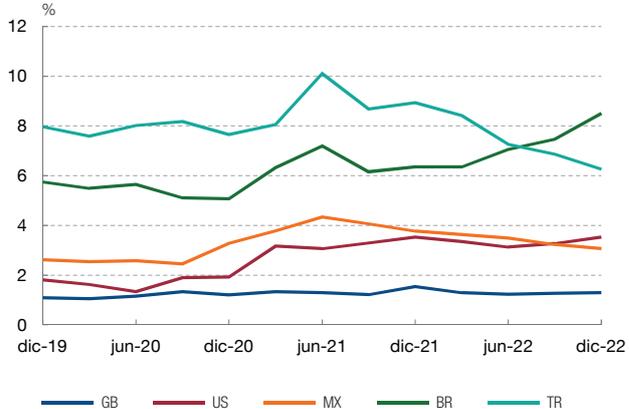
2 CRÉDITO EN ESPAÑA Y EN EL EXTERIOR (b) Variación interanual del crédito y los tipos de cambio (c). Datos consolidados



3 DISTRIBUCIÓN DE LOS VALORES DE RENTA FIJA (IZDA.) Y PRÉSTAMOS (DCHA.) Datos consolidados. Diciembre de 2022



4 RATIO DE DUDOSOS SOBRE PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO RESIDENTE Datos consolidados



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a La partida «resto» está compuesta por saldos de efectivo, derivados e instrumentos de patrimonio.
- b Se incluye el total de los préstamos y anticipos (bancos centrales, entidades de crédito, AAPP y sector privado residente), tanto en actividad local como no local de cada país.
- c Un signo positivo en la variación del tipo de cambio indica una apreciación de la divisa frente al euro.
- d El valor muy negativo de la variación del crédito en Estados Unidos en 2021 se debe a una operación de venta por parte de una entidad, mientras que el valor muy positivo de la variación en 2022 en el mismo país se debió, en parte, a la incorporación, por parte de una entidad española, de una nueva sociedad con negocio en esta área geográfica.

valores de renta fija de las AAPP aumentaron un 10,1 %, mientras que los que tienen como contraparte al sector privado lo hicieron un 15,4 %.

Por último, las ratios de préstamos dudosos en los países en los que las entidades españolas tienen un negocio significativo evolucionaron, en general, favorablemente. En términos interanuales, las ratios de dudosos descendieron en el Reino Unido (0,3 pp hasta el 1,3 %), México (0,7 pp hasta el 3,1 %) y Turquía (2,7 pp hasta situarse en el 6,3 %). Por el contrario, esta métrica se mantuvo estable en Estados Unidos (3,5 %), y se incrementó en Brasil de forma considerable (2,2 pp hasta el 8,5 %) (véase gráfico 2.6.4).

Condiciones de liquidez y financiación

El proceso de normalización de la política monetaria está reduciendo, por primera vez en los últimos años, tanto el balance del Eurosistema como el exceso de liquidez que mantienen las entidades bancarias¹¹. El exceso de liquidez se ha reducido en 676 mm de euros desde el último informe, hasta los 4.002 mm de euros (gráfico 2.7.1), tendencia que se espera que continúe a lo largo de 2023. Este descenso está asociado, en primer lugar, a la amortización anticipada por parte de los bancos europeos de los préstamos de política monetaria recibidos del BCE (1.014 mm de euros¹²). Se anticipa que este descenso siga siendo significativo en 2023, en la medida en que los bancos realicen amortizaciones voluntarias y venzan nuevas rondas de las TLTRO-III¹³. Además, el Eurosistema inició en marzo de 2023 el proceso de reducción de su cartera de activos a un ritmo medido y predecible.

La reducción de los saldos que las entidades europeas mantienen en los bancos centrales se ha acelerado en el último trimestre del año pasado, aunque de forma desigual entre países. En particular, destacan las reducciones llevadas a cabo por las entidades españolas (-32 %) e italianas (-39 %) entre diciembre de 2021 y diciembre de 2022, frente a caídas mucho más contenidas en las entidades francesas y holandesas o al aumento de las alemanas. A cierre de 2022, los saldos en bancos centrales mantenidos por las entidades de este conjunto de países se habían reducido un 9 % en relación con los volúmenes de un año antes (véase gráfico 2.7.2)¹⁴.

11 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.

12 Esta disminución se debe a que, en este período, los bancos de la zona del euro han acudido a las tres ventanas de amortización anticipada, destacando la de diciembre por un importe de 499 mm de euros, mientras que en noviembre amortizaron anticipadamente 296 mm de euros y en enero 62 mm de euros. Asimismo, también se destacan las amortizaciones de febrero y marzo, que suponen 37 y 120 mm de euros, respectivamente.

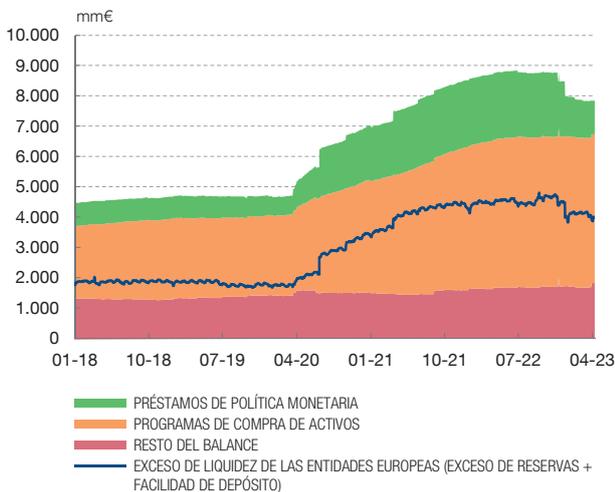
13 A finales de 2023 solo quedarían vigentes cuatro de las diez operaciones TLTRO-III.

14 Los datos recogen los saldos en el BCE de las entidades residentes en cada uno de los países, incluyendo filiales y sucursales extranjeras. Parte del exceso de liquidez de Alemania recoge la operativa de entidades extranjeras, que han depositado en el BCE recursos obtenidos por la venta de activos a programas de compras del BCE, cuya reducción, como se ha mencionado previamente, todavía no se ha iniciado.

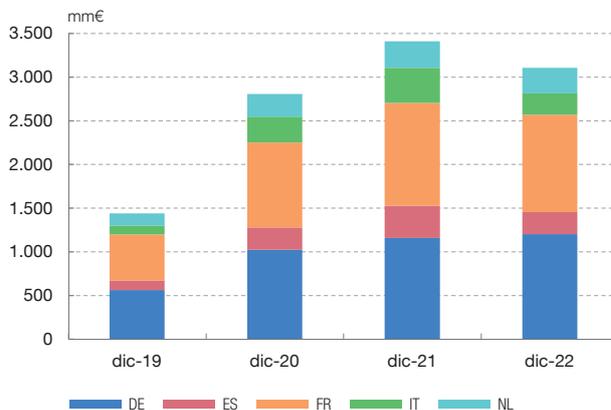
EL BALANCE DEL EUROSISTEMA SE HA REDUCIDO, DE FORMA COHERENTE CON EL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA, MIENTRAS QUE LAS SUBIDAS DE TIPOS SE HAN TRASLADADO A LOS MERCADOS MONETARIOS

La reducción del balance ha venido motivada principalmente por la amortización anticipada de un volumen considerable de los préstamos de política monetaria (TLTRO-III) y su caída se acentuará cuando el BCE deje de reinvertir los saldos vencidos de los programas de compras. Los depósitos de las entidades en bancos centrales también se han reducido, aunque de forma desigual entre países. Las subidas de tipos de política monetaria se han trasladado a los tipos €STR, REPO y euríbor a tres meses, y se espera que este alza continúe, aunque más moderadamente, en 2023.

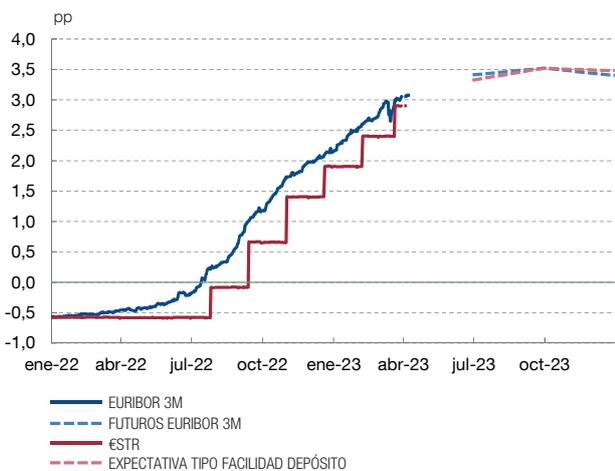
1 BALANCE DEL EUROSISTEMA Y EXCESO DE LIQUIDEZ DE LAS ENTIDADES EUROPEAS



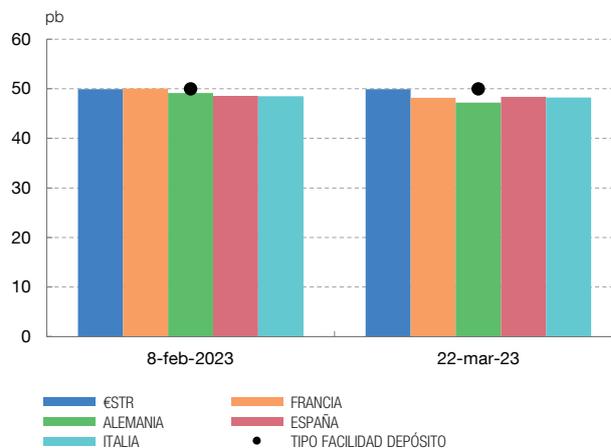
2 DEPÓSITOS DE LAS ENTIDADES EN BANCOS CENTRALES
Instituciones Financieras Monetarias, negocios en la zona del euro



3 VARIACIÓN DE LOS TIPOS EURIBOR Y €STR (a)



4 VARIACIÓN DE LOS TIPOS REPO (b)



FUENTES: Bloomberg, Dealogic, Refinitiv, MMSR y Banco de España.

- a Futuros (a 10.4.2023) sobre el euríbor a 3 meses con vencimiento en junio, septiembre, diciembre de 2023 y marzo 2024. La expectativa del tipo de la facilidad de depósito se calcula en base a un modelo interno que utiliza la curva OIS (*Overnight Indexed Swap*) - último dato de estimación: 10.4.2023.
- b Se muestra la variación diaria en el tipo repo después de las subidas en el tipo de facilidad de depósito anunciadas en febrero y marzo. El tipo repo se calcula como el tipo medio ponderado negociado en operaciones a un día en transacciones garantizadas utilizando colateral soberano emitido por cada país, según la información reportada en MMSR.

El endurecimiento de los tipos de interés oficiales se ha trasladado a los tipos en los mercados monetarios. El €STR (tipo de interés de las operaciones no garantizadas), el euríbor a tres meses (tipo de referencia del mercado interbancario) y los tipos de interés en el mercado garantizado (repo) han seguido una tendencia

acorde con las dos subidas de 50 puntos básicos (pb) de los tipos oficiales decididas por el BCE en febrero y marzo. Estos tipos, y en particular el euríbor a tres meses, podrían seguir su ascenso hasta mediados de 2023, aunque las turbulencias financieras observadas desde 2023 incrementan la incertidumbre sobre su evolución¹⁵ (gráfico 2.7.3).

El mercado repo ha funcionado sin fricciones significativas en el segundo semestre de 2022. Por una parte, los incrementos de los tipos de referencia se han trasladado de modo rápido y completo a los tipos repo (véase gráfico 2.7.4). Adicionalmente, el descenso que suele producirse en los tipos a final de año ha sido menor en 2022 que en el año precedente, y también inferior al esperado, reflejando el efecto de las medidas introducidas por el BCE y por la agencia de finanzas alemana¹⁶ para reducir la escasez de colateral, entre otros factores.

En 2022, el peso de los depósitos del sector financiero e instrumentos negociables de deuda siguió reduciéndose de forma agregada, aunque su coste, al igual que el de los depósitos del sector no financiero, se incrementó. La reducción de la financiación procedente del Eurosistema fue solo parcialmente compensada por un incremento de la financiación mediante depósitos de entidades de crédito y otras sociedades financieras y mediante valores representativos de deuda (véase panel izquierdo del gráfico 2.8.1). El coste medio del pasivo bancario se incrementó significativamente, en términos relativos, debido al aumento general de los tipos de interés aplicados tanto en la financiación del BCE como en los mercados interbancarios y de instrumentos negociables de deuda, y también de los depósitos captados del sector no financiero. Sin embargo, este coste medio del pasivo bancario se mantuvo ligeramente por debajo de los niveles previos al inicio de la pandemia (véase panel derecho del gráfico 2.8.1).

El sector bancario español ha incrementado el último año el volumen de sus emisiones de deuda. En 2022, las entidades españolas han incrementado las emisiones de deuda sénior y, en particular, de deuda sénior garantizada, tendencia que se ha intensificado en el último trimestre del año. Adicionalmente, las entidades han aumentado sus emisiones de deuda *senior non-preferred*, con las que cumplen con los requerimientos de subordinación exigidos por las autoridades de resolución para el año 2023. Por otro lado, el fuerte descenso en el volumen de emisiones de deuda subordinada (*Tier 2* y *CoCos*) (véase gráfico 2.8.2) puede explicarse por su

15 Expectativas para el tipo de la facilidad de depósito basadas en las curvas OIS. Proyecciones del euríbor a tres meses basadas en futuros con vencimientos en marzo, junio, septiembre y diciembre de 2023. Datos a 10 de abril de 2023.

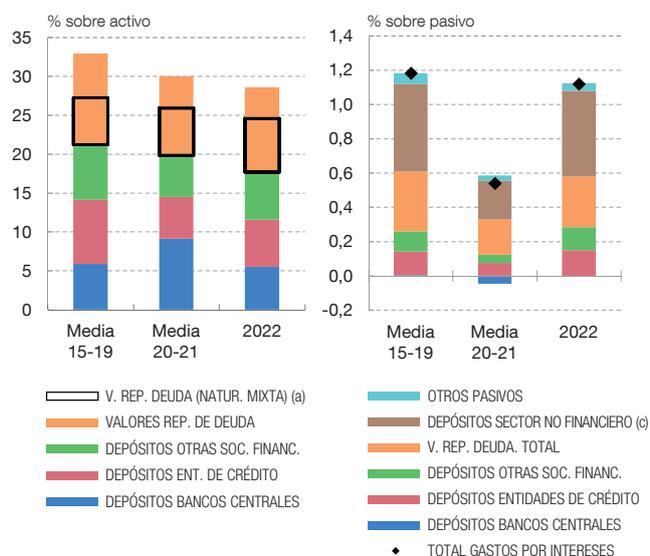
16 En el caso del BCE, se anunció el incremento en el límite del programa de préstamo de valores a cambio de efectivo, que pasó de 150 mm a 250 mm de euros. Además, al anuncio de nuevas ventanas de amortización anticipada para la TLTRO-III permitiría liberar parte del colateral utilizado en esas operaciones. Por su parte, la agencia de finanzas alemana — *Deutsche Finanzagentur (DFA)* — incrementó el importe del colateral alemán disponible para ser utilizado en las operaciones *repo* para un conjunto de 18 bonos soberanos alemanes.

Gráfico 2.8

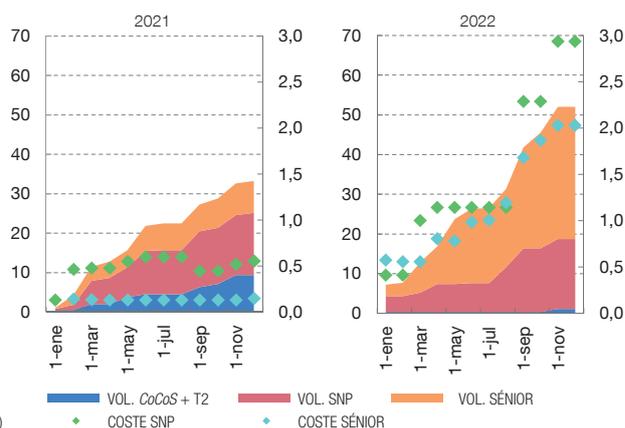
LOS DEPÓSITOS DEL SECTOR FINANCIERO Y LOS INSTRUMENTOS NEGOCIABLES DE DEUDA REDUJERON SU PESO SOBRE EL ACTIVO EN 2022, MIENTRAS QUE EL COSTE MEDIO DEL PASIVO BANCARIO REPUNTÓ. ADEMÁS, CRECIERON MARCADAMENTE TANTO EL COSTE COMO EL VOLUMEN DE NUEVAS EMISIONES DE DEUDA

El peso en el balance del sector bancario español de los depósitos del sector financiero y los instrumentos negociables de deuda siguió reduciéndose en 2022, mientras que el coste total del pasivo se situó en niveles cercanos a los previos a la pandemia, debido a la subida de los tipos de interés en 2022 y a la retirada de liquidez por parte del BCE. El coste de financiación en el mercado primario para los instrumentos de deuda sénior aumentó a lo largo del año, con un mayor volumen de emisiones respecto al ejercicio anterior.

1 DEPÓSITOS DEL SECTOR FINANCIERO E INSTRUMENTOS NEGOCIABLES DE DEUDA (PANEL IZDA.) Y GASTOS POR INTERESES DE LA FINANCIACIÓN (PANEL DCHA.)
Datos consolidados



2 VOLUMEN (ACUMULADO ANUAL) Y COSTE DE EMISIONES, POR TIPO DE INSTRUMENTO (b)



FUENTES: Bloomberg, Dealogic, Refinitiv y Banco de España.

- a Valores representativos de deuda emitidos, convertibles y no convertibles, distintos de los certificados de depósito, bonos garantizados y contratos híbridos con derivados implícitos.
- b Se muestra el volumen (millones euros) acumulado mensualmente de emisiones a lo largo de cada ejercicio. Se calcula el coste de las emisiones en mercado primario para bonos emitidos en euros como la media ponderada por volumen en cada período del año. No se incluye el coste en primario de las emisiones de Tier 2 y CoCos debido al bajo volumen de emisiones en 2022.
- c Incluye depósitos de hogares e ISFLSH, sociedades no financieras y empresarios individuales y AAPP.

coste relativo superior y porque las entidades españolas ya habrían alcanzado los volúmenes requeridos por la normativa prudencial con las emisiones realizadas en años anteriores. Para el año 2023, el conjunto del sector bancario español tiene planificadas emisiones de instrumentos elegibles para MREL de 33 mm de euros, un volumen algo inferior al emitido en 2022. Estas emisiones les permitirían cubrir los vencimientos que se pudieran producir y también afrontar el incremento de requerimientos que supone el fin del periodo transitorio (en el caso de la mayoría de las entidades) para el cumplimiento pleno de los objetivos de MREL. Por otra parte, las perspectivas de futuro del mercado de CoCos se encuentran sujetas a una cierta incertidumbre tras la activación de las cláusulas de amortización incluidas en las emisiones de estos instrumentos por Credit Suisse. Todo sugiere que la normalización de este mercado pasará por una estandarización de este producto a nivel global.

Relativo a 2021, los bancos españoles asumieron en 2022 un coste de emisión mayor, afrontando riesgos al alza sobre él en los próximos trimestres (véase gráfico 2.8.2). Esto se debe, en parte, a la subida de los tipos de interés libres de riesgo (para un análisis detallado véase el recuadro 2.1), que contribuirá previsiblemente en 2023 a incrementos adicionales de los costes de emisión. El incremento en el coste de la deuda *senior non-preferred* puede estar explicado también por el aumento en el número de entidades emisoras, posiblemente incluyendo alguna a la que se exigen primas de riesgo superiores. En conjunto, los costes de emisión de instrumentos de deuda del sector bancario afrontan riesgos al alza mayores, debido al incremento de la aversión al riesgo de los inversores desde los episodios de tensión en marzo de 2023, vinculados en particular a SVB y a Credit Suisse.

El coste de financiación de los bancos españoles en el mercado secundario siguió repuntando en 2022 para la deuda sénior, pero no para la deuda con características más próximas a los instrumentos de capital. El incremento de la rentabilidad exigida para la deuda sénior en el mercado secundario ha venido acompañado por un aumento del diferencial entre la deuda no garantizada y la garantizada. Por el contrario, antes de las turbulencias en el sector bancario en marzo de 2023, se había apreciado un descenso en el coste de los instrumentos emitidos por exigencias regulatorias (*CoCos*; *Tier 2* y *senior non-preferred*), en paralelo con la mejora de sus cotizaciones bursátiles, especialmente, desde el último trimestre de 2022. Durante las turbulencias, tanto las cotizaciones bursátiles como las valoraciones de estos instrumentos híbridos experimentaron un ajuste a la baja significativo que con posterioridad se revertió de modo parcial. En particular, las pérdidas sufridas por los tenedores de deuda AT1 (*CoCos*) de Credit Suisse ocasionaron un impacto diferencial negativo y elevado sobre estos instrumentos (véase el recuadro del Resumen de Riesgos y Vulnerabilidades para un análisis más detallado). A pesar de ello, en los próximos trimestres, los riesgos al alza sobre los costes de financiación bancaria se pueden reflejar también sobre este segmento secundario.

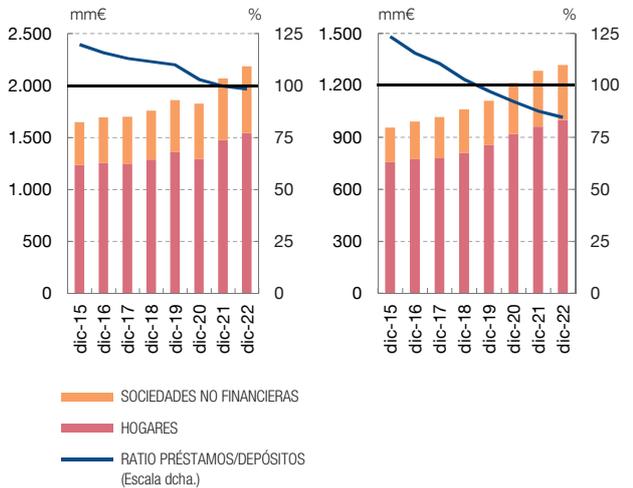
Los depósitos de hogares y de sociedades no financieras siguieron creciendo en 2022, manteniéndose su remuneración en niveles reducidos. Así, a nivel consolidado aumentaron un 5,6 % en tasa interanual. En los negocios en España, su crecimiento, fue menor (3,5 %), con una clara tendencia a la moderación que se acentuó en los primeros meses de 2023, cuando llegaron a registrarse caídas significativas en el caso de los depósitos de las empresas. Los depósitos procedentes de hogares se mantuvieron como la principal fuente de financiación minorista, con una participación del 70,6 % en base consolidada y del 75,9 % en el negocio en España. La ratio de préstamos sobre depósitos se mantuvo, a cierre de 2022, en niveles cercanos al 100 % para el negocio consolidado, mientras que en España se situó en el 84,5 % (véase gráfico 2.9.1).

LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS SIGUIERON CRECIENDO EN 2022 A PESAR DE LA LIMITADA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DEL EURÍBOR A SU REMUNERACIÓN

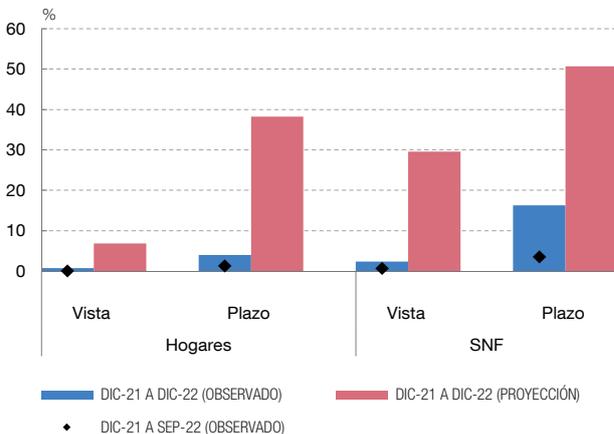
Los depósitos de hogares y de sociedades no financieras siguieron creciendo en 2022, tanto a nivel consolidado como en los negocios en España. La traslación del incremento en el euríbor a la remuneración de estos depósitos ha sido limitada, si bien se ha acelerado en el último trimestre, tendencia que podría continuar en los próximos meses, a medida que la liquidez en el Eurosistema se reduzca y las necesidades de financiación de las entidades aumenten.

1 EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS DE HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y DE LA RATIO PRÉSTAMOS/DEPÓSITOS (a)

Datos consolidados a nivel global (izq.) e individuales de negocios en España (dcha.)



2 TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DEL EURÍBOR A LOS TIPOS DE INTERÉS DE DEPÓSITO (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La ratio de préstamos/depósitos considera créditos y depósitos de sociedades no financieras y hogares.
 b La traslación se define como el cociente entre la variación acumulada, en puntos porcentuales, del tipo de interés de los depósitos bancarios y la variación del euríbor a doce meses en el período considerado. La proyección de la evolución de los tipos de interés de los depósitos bancarios se ha llevado a cabo mediante un modelo VAR estructural multivariante estimado con información proveniente de los estados sobre tipos de interés reportados al BCE.

La traslación de la actual subida del euríbor a los tipos de interés de los depósitos de hogares y sociedades no financieras en España ha sido inferior a lo esperado de acuerdo con la experiencia histórica¹⁷. El incremento registrado en el euríbor a doce meses a lo largo de 2022 no se ha trasladado de manera apreciable a la remuneración de los depósitos de hogares ni de las cuentas a la vista de las empresas no financieras. Únicamente los tipos aplicados sobre los depósitos a plazo de estas últimas han experimentado un alza, aunque moderada, en el último trimestre del año, alcanzando un nivel de traslación del 16 % (véase gráfico 2.9.2), propiciando un ligero incremento (1,5 pp) del peso de la cartera a plazo en este segmento de clientes entre septiembre y diciembre de 2022, que se situó en el 10,4 % a esta última fecha. Por su parte, el porcentaje de depósitos a plazo de hogares continuó reduciéndose, hasta el 6,2 %. Se aprecia, además, cierta

17 De forma análoga a lo indicado en la nota 2, partiendo en este caso de los tipos de interés medios aplicados sobre los saldos vivos de los depósitos, se ha realizado un análisis econométrico con un modelo de vectores autorregresivos para explicar su evolución como función de la del euríbor a doce meses y otras variables macroeconómicas.

heterogeneidad entre entidades en el ritmo de traslación en función de la modalidad y del tipo de cliente. El grado de transmisión de la política monetaria a los tipos medios de préstamo ha sido mayor, aunque también limitado (véase gráfico 2.3), a lo que ha contribuido que los bancos mantengan acceso a la financiación de bajo coste en forma de depósitos. Como resultado, se han ampliado los márgenes unitarios medios entre préstamos y depósitos, lo que contribuye a explicar el crecimiento en el margen de intereses observado en el último año (véase sección 2.1.2).

El ritmo de traslación se ha intensificado en la última parte de 2022 para ciertos depósitos de empresas no financieras, dinámica que podría acentuarse y extenderse en los próximos meses. Factores como la gradual reducción y encarecimiento adicional de las facilidades de liquidez del Eurosistema, el proceso de reducción del balance del BCE y la propia dinámica de los depósitos, con los depositantes buscando instrumentos financieros mejor remunerados y haciendo uso de los colchones de ahorro acumulados durante la pandemia, pueden intensificar el ritmo de incrementos de los tipos de depósitos. Algunas particularidades del ciclo actual de subidas, como su partida desde un nivel nulo de los tipos de depósito, podrían reducir el grado de traslación con respecto a la experiencia histórica. Las tensiones observadas en los mercados financieros globales desde marzo de 2023 podrían anticipar el repunte del coste de los depósitos de hogares y sociedades no financieras, aunque esta forma de financiación permitiría, incluso con este aumento, compensar al menos en parte mayores crecimientos del coste de otros instrumentos de pasivo.

Las entidades de depósito españolas disponen de una situación holgada de liquidez para hacer frente a eventuales salidas de recursos ante escenarios de tensión financiera. La ratio de cobertura de liquidez¹⁸ (LCR, por sus siglas en inglés) de las principales entidades españolas, que mide la disponibilidad de activos líquidos suficientes para hacer frente a salidas elevadas de fondos en el corto plazo, se situaba en diciembre de 2022 en el 171 %, ampliamente por encima del umbral mínimo requerido y 13 puntos porcentuales (pp) por encima del nivel previo a la pandemia. Las principales entidades europeas disponen también de colchones de liquidez significativos, con una LCR media del 165 % (véase gráfico 2.10.1), si bien algo por debajo del promedio español. La ratio de financiación estable neta¹⁹ (NSFR, por sus siglas en inglés), que considera la disponibilidad de fondos por parte de las

18 La ratio de cobertura de liquidez (LCR) se define como el cociente entre los activos líquidos libres de cargas de una entidad y las salidas netas de liquidez que podrían producirse a lo largo de un escenario de tensión de 30 días naturales. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.

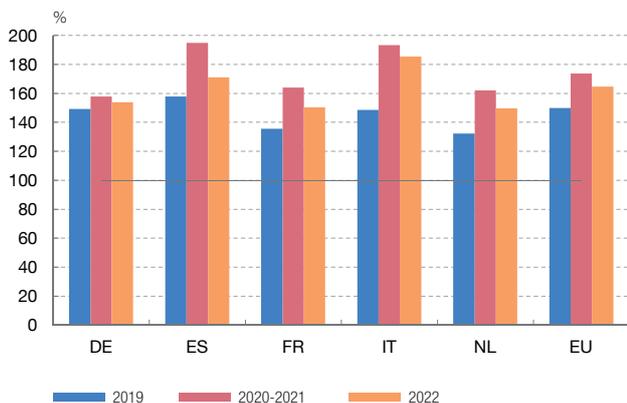
19 La ratio de financiación estable neta (NSFR) se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. Un nivel por encima del 100 % indica que la entidad posee financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión.

Gráfico 2.10

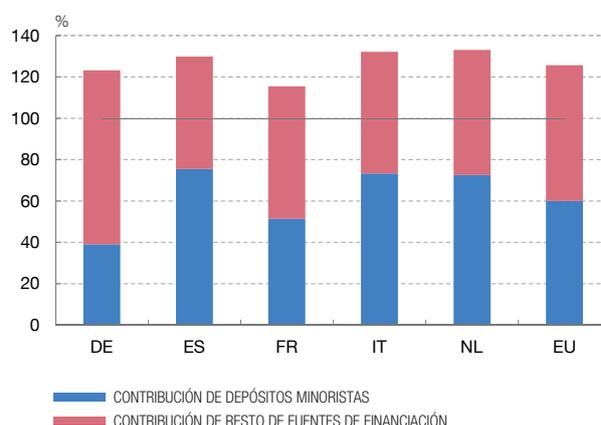
LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS Y SUS ANÁLOGAS EUROPEAS DISPONEN DE COLCHONES DE LIQUIDEZ AMPLIOS PARA HACER FRENTE EN EL CORTO Y MEDIO PLAZO A EVENTUALES SALIDAS DE RECURSOS ANTE ESCENARIOS DE TENSIONAMIENTO FINANCIERO

Las entidades españolas presentaban en diciembre de 2022 una de las mayores ratios de liquidez (LCR) agregada entre sus comparables europeas, 71 pp por encima del umbral mínimo del 100 % requerido y 13 pp superior a la ratio previa a la pandemia. La capacidad de financiación a más largo plazo, medida a través de la ratio NSFR, mostraba también una situación holgada tanto para las entidades españolas como para las de los principales países europeos.

1 COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ



2 COMPARATIVA EUROPEA DE LA RATIO DE FINANCIACIÓN ESTABLE NETA (a)



FUENTE: Autoridad Bancaria Europea.

a La suma de las barras representa el nivel de la ratio de financiación estable neta (NSFR). Las barras azules y rosas indican el peso que los depósitos minoristas y el resto de las fuentes de financiación representan, respectivamente, sobre el conjunto de la financiación estable requerida.

entidades para financiar su actividad en el horizonte de un año, se situaba en diciembre de 2022 en el 130 % para las principales entidades españolas, en línea con la de las entidades europeas comparables y significativamente por encima del requerimiento mínimo del 100 %. Entre las fuentes de financiación estable consideradas en el numerador de la ratio, los depósitos minoristas cubren un 75 % del total de necesidades de financiación en el caso de las entidades españolas y un 60 % en el conjunto de las entidades europeas (véase gráfico 2.10.2).

2.1.2 Rentabilidad y solvencia

Rentabilidad

El resultado neto consolidado obtenido por las entidades bancarias españolas en 2022 se situó en 25.450 millones de euros, impulsado por un fuerte crecimiento del margen de intereses. En términos interanuales, el resultado consolidado de 2022 es un 1,5 % inferior al obtenido en el mismo período de 2021 (véase anejo 2), si bien esto es debido a los ingresos extraordinarios registrados en

aquel ejercicio. Si se excluyen los resultados extraordinarios de ambos ejercicios²⁰, el resultado en 2022 se situaría un 18,3 % por encima del observado en 2021.

La rentabilidad ordinaria del sector bancario español mejoró en el último año y se situó por encima del coste estimado del capital. La rentabilidad sobre activos (ROA, por sus siglas en inglés) del sector bancario español en 2022 se situó en el 0,64 % (frente al 0,66 % observado un año antes, véase gráfico 2.11.1). Por su parte, la rentabilidad sobre patrimonio neto (ROE, por sus siglas en inglés) alcanzó el 10,1 %, con un descenso de 35 pb respecto al valor de un año antes. Sin embargo, excluidos los resultados extraordinarios, el ROA alcanzó el 0,64 % a cierre de 2022, frente al 0,56 % de 2021, y el ROE se situaría en el 10,2 %, 140 pb por encima del obtenido un año antes (8,8 %). A su vez, el coste medio de capital de los bancos españoles a lo largo de 2022 se redujo hasta alrededor del 7,5 %, y hasta valores por debajo del 7 % en la parte final del año y el inicio de 2023, significativamente por debajo de la rentabilidad sobre el capital obtenida en el ejercicio, como reflejo del buen comportamiento bursátil de las acciones bancarias durante este. Las turbulencias experimentadas recientemente por el sector bancario y el descenso de sus valoraciones bursátiles habrían elevado el coste del capital de las entidades, pero situándose todavía por debajo del 7 %.

Los resultados ordinarios del negocio en el extranjero de las principales entidades españolas con presencia internacional mejoraron de manera notable, impulsados por la fortaleza del negocio en Latinoamérica. En 2022, el resultado en el extranjero aumentó un 15,7 % en tasa interanual, gracias a la fortaleza del negocio en México (cuyo beneficio aumentó en un 61 %) y en Brasil, que compensaron la caída de los beneficios obtenidos en Turquía, Estados Unidos y Reino Unido. De esta forma, el beneficio ordinario obtenido por las entidades españolas con mayor actividad internacional superó los niveles previos a la pandemia (véase gráfico 2.11.2).

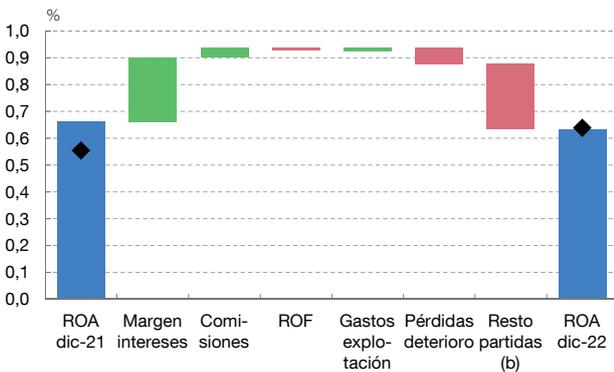
El margen de intereses consolidado mejoró sustancialmente en 2022 (véase anejo 2), gracias sobre todo al mayor incremento relativo de los tipos de activo. El margen de intereses se incrementó un 17,1 % interanual, impulsado por un aumento de los ingresos financieros, que más que compensó el incremento de los costes por intereses. Esta mejora vino explicada, fundamentalmente, por el efecto precio, que se ha trasladado en mayor medida a los tipos de activo que a los de

20 En 2021 se registraron resultados extraordinarios positivos como consecuencia de dos fusiones. La primera, con un valor neto que se sitúa en 2,9 mm de euros procedentes del fondo de comercio negativo (4,3 mm de euros) y el impuesto de sociedades (0,6 mm de euros), menos los gastos extraordinarios de explotación procedentes del acuerdo laboral y otros gastos de integración (2 mm de euros); y la segunda, por valor de 1,3 mm de euros procedentes del fondo de comercio negativo. Otros resultados extraordinarios de 2021 provienen de la segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros); de los resultados generados por una entidad en Estados Unidos hasta su venta el 1 de junio de 2021 (0,3 mm de euros), y de los costes de reestructuración en las dos principales entidades (-1,2 mm de euros). Por su parte, los resultados extraordinarios negativos de 2022 corresponden a la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros).

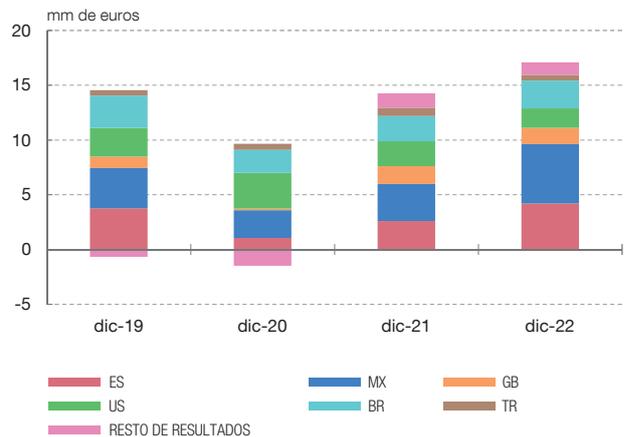
EN 2022, EL BENEFICIO ORDINARIO CONSOLIDADO DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL MEJORÓ RESPECTO A 2021, IMPULSADO FUNDAMENTALMENTE POR EL FUERTE CRECIMIENTO DEL MARGEN DE INTERESES Y OBSERVÁNDOSE UN CRECIMIENTO NOTABLE DEL RESULTADO EN EL EXTRANJERO

El resultado neto consolidado de las entidades españolas alcanzó los 25.450 millones de euros en 2022. Este resultado es inferior al obtenido en 2021 debido a los ingresos extraordinarios generados en ese ejercicio. Descontando el efecto de estos resultados no recurrentes, el beneficio obtenido en 2022 es un 18,3 % superior al generado un año antes, fruto del significativo incremento del margen de intereses y de la fortaleza del negocio en Latinoamérica.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO
Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



2 DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL RESULTADO ORDINARIO ATRIBUIDO A LA ENTIDAD DOMINANTE DE LAS ENTIDADES CON ACTIVIDAD INTERNACIONAL SIGNIFICATIVA (c)



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 2022 respecto a diciembre de 2021. Los rombos negros muestran el ROA excluyendo los resultados extraordinarios. En particular, en diciembre de 2021: resultados extraordinarios positivos como consecuencia de dos fusiones (4,2 mm de euros), segregación de una entidad aseguradora (0,9 mm de euros) y costes de reestructuración extraordinarios (-1,2 mm de euros); y en diciembre de 2022: impacto neto por la compra de oficinas por parte de una entidad (-0,2 mm de euros).
- b Incluye, entre otras partidas, los resultados extraordinarios 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, y la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría 'Resto de resultados' incluye el resultado de los centros corporativos de las entidades.

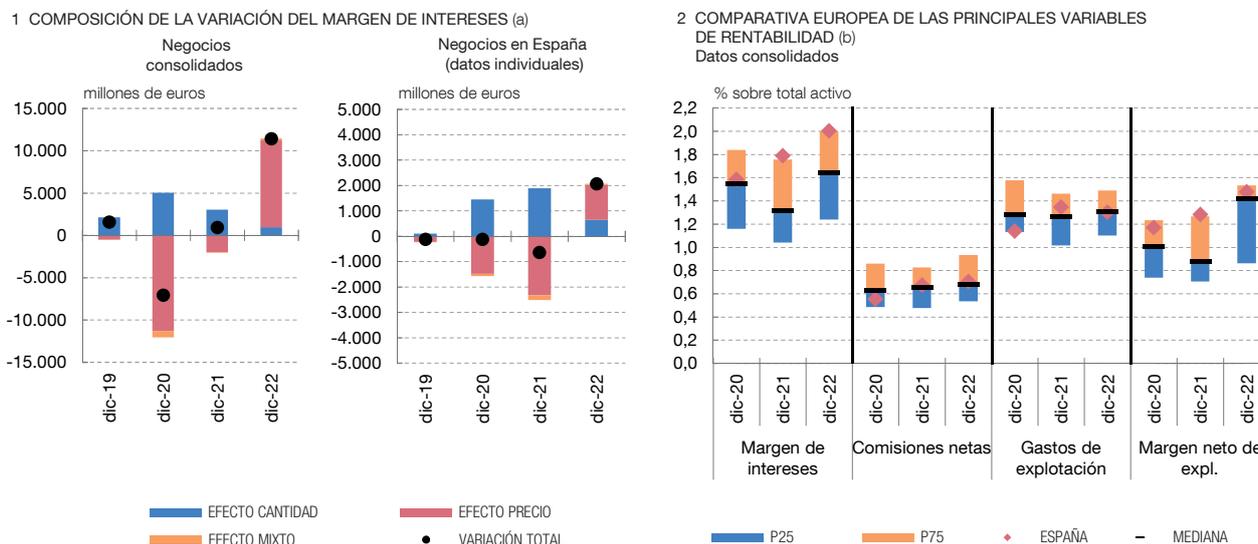
pasivo. Aunque en menor medida, el efecto cantidad también contribuyó positivamente al incremento del margen de intereses a nivel consolidado (véase gráfico 2.12.1), en parte explicado por la apreciación respecto al euro de algunas de las monedas de los países en que operan los bancos españoles. Las comisiones netas, con un incremento interanual del 7,9 %, también registraron un crecimiento apreciable.

En los negocios en España, el margen de intereses también se incrementó en 2022, rompiendo la tendencia descendente de los últimos ejercicios y apoyado igualmente en el efecto precio. En este caso, el efecto cantidad redujo su contribución respecto a los años precedentes (véase gráfico 2.12.1).

El fuerte crecimiento del margen de intereses y las comisiones netas propiciaron un incremento del margen bruto del 11 % interanual. La evolución

EL MARGEN DE INTERESES DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS MEJORÓ SUSTANCIALMENTE EN 2022 EN UN CONTEXTO DE INCREMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS. EL MARGEN NETO DE EXPLOTACIÓN DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS COMPARA FAVORABLEMENTE CON EL DE OTROS BANCOS EUROPEOS

Las entidades españolas incrementaron su margen de intereses consolidado en un 17,1 % en 2022, impulsado principalmente por el efecto precio asociado al actual contexto de endurecimiento de la política monetaria, y que ha impactado en mayor medida sobre los ingresos financieros. En los negocios en España, el margen de intereses creció también de manera notable, rompiendo la tendencia decreciente de los últimos años. En términos comparativos con las principales entidades bancarias europeas, este resultado sitúa a las entidades españolas entre aquellas con un mayor margen de intereses sobre activo.



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, 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 período inicial. Asimismo, el efecto precio se calcula como el producto de la variación de la rentabilidad (en el caso de los ingresos) o del coste (en el caso de los gastos) por la inversión (en el caso de los ingresos) o la financiación (en el caso de los gastos) mantenidas constantes en los valores del período inicial. El efecto mixto es un residuo calculado como diferencia de la variación total con la suma de los efectos precio y cantidad. Los efectos sobre el margen de intereses se calculan como la diferencia de los efectos sobre ingresos por intereses y gastos por intereses.
- b Percentiles calculados a partir de las ratios financieras publicadas en el cuadro de seguimiento de riesgo de la Autoridad Bancaria Europea de modo agregado para cada uno de los sistemas bancarios de la UE.

positiva de estas partidas compensó el retroceso en 2022 del resultado por operaciones financieras (-6,1 %) y la existencia de otros resultados de explotación negativos. Los gastos de explotación se incrementaron ligeramente (1,7 %), si bien este aumento alcanzaría el 5,7 % si se excluyen los gastos extraordinarios registrados en 2021 (véase nota 20), en un contexto de elevada inflación, que afectaría a algunas partidas como los costes laborales.

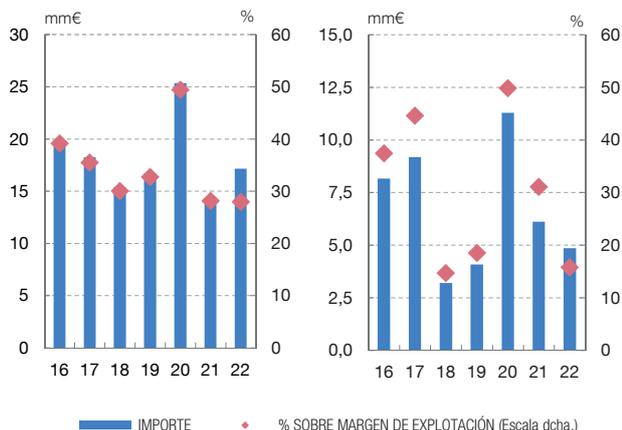
El margen neto de explotación se incrementó en un 19,7 % interanual, dentro de una tendencia positiva de evolución a nivel europeo. En comparativa europea, las principales entidades españolas destacaron por la fortaleza de su margen de intereses, que en la distribución por países se situó por encima del percentil 75, y por unos resultados por comisiones netas y gastos de explotación en línea con la mediana europea (véase gráfico 2.12.2).

LAS PÉRDIDAS POR DETERIORO SE INCREMENTARON NOTABLEMENTE A NIVEL CONSOLIDADO, Y SE REDUJERON EN LOS NEGOCIOS EN ESPAÑA. EN TÉRMINOS COMPARATIVOS, EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL DESTACA POR REGISTRAR UN MAYOR NIVEL DE COSTE POR DETERIORO QUE SUS PARES EUROPEOS

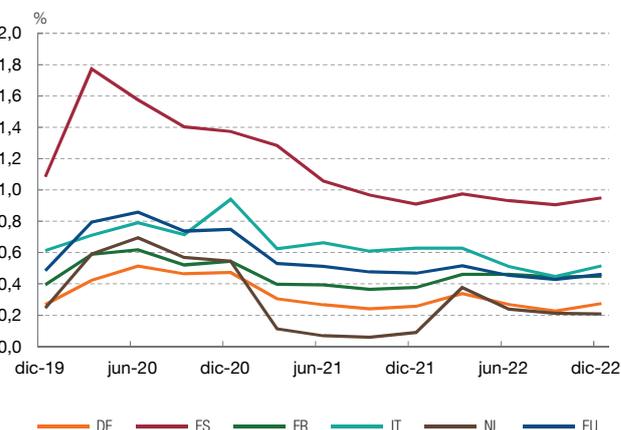
Las pérdidas por deterioro de las entidades españolas se incrementaron un 19,7 % a nivel consolidado, debido a las mayores dotaciones registradas en el negocio en el extranjero, si bien el peso de esta partida sobre el margen de explotación se mantuvo estable respecto a 2021. En los negocios en España, en cambio, las pérdidas por deterioro continuaron reduciéndose de forma notable tras el fuerte incremento registrado en 2020. El coste del riesgo es superior para los bancos españoles que para otras entidades europeas.

1 PÉRDIDAS POR DETERIORO

Datos consolidados a nivel global (izda.) e individuales de negocios en España (dcha.)



2 COMPARATIVA EUROPEA DEL COSTE DEL RIESGO (a)



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea y Banco de España.

a El coste del riesgo se define como dotación a provisiones entre préstamos brutos.

Las pérdidas brutas por riesgo operacional han disminuido un 21% respecto al año pasado. Las prácticas de conducta y de negocio inapropiadas constituyen la partida más importante dentro de ellas, como en ejercicios precedentes. Las pérdidas por prácticas y políticas inadecuadas en materia de prevención del blanqueo de capitales y de ciberriesgos no se han incrementado, a pesar de los mayores riesgos asociados, derivados de las elevadas tensiones geopolíticas existentes. Persiste, sin embargo, la preocupación por el incremento de estos, tanto por casos de fraude a la clientela como, de modo más directo, por su impacto sobre la operativa y los sistemas de los propios bancos.

Las pérdidas por deterioro a nivel consolidado se incrementaron notablemente en 2022, impulsadas por unas mayores dotaciones en la actividad internacional de las entidades. La tasa de crecimiento interanual de estas pérdidas alcanzó un 19,7 % en 2022 (véase gráfico 2.13.1). El coste del riesgo de los bancos españoles, definido como la ratio de dotación de pérdidas por deterioro sobre préstamos, es superior al de otros bancos europeos, si bien la diferencia se ha reducido desde el punto máximo de la pandemia (véase gráfico 2.13.2). Esto, unido al mejor comportamiento del margen de intereses antes mencionado, sería indicativo de que la mayor rentabilidad obtenida por las entidades españolas se produce, en parte, a costa de asumir un mayor riesgo.

En los negocios en España, las provisiones por deterioro mantuvieron la senda decreciente de los últimos ejercicios, reduciéndose un 20,7 % durante el último año. Estos valores sitúan la proporción de pérdidas por deterioro sobre margen de explotación en España entre las más reducidas de los últimos años (véase nuevamente gráfico 2.13.1). En cualquier caso, las tensiones geopolíticas e inflacionarias actuales, junto con el endurecimiento de la política monetaria, podrían mermar la capacidad de pago de los clientes bancarios en los próximos trimestres, lo que requeriría un mayor esfuerzo en dotaciones por parte de las entidades.

Las entidades han incrementado el reparto de beneficios en 2022, ya en completa ausencia de recomendaciones prudenciales de límites al reparto de dividendos y recompra de acciones²¹. Los importes distribuidos como dividendos superaron en 2022 los 7.200 millones de euros, siendo la ratio de dividendos sobre beneficios del 40 %, nivel similar al observado antes de la pandemia. Destacan el importante incremento en la recompra de acciones propias por parte de determinadas entidades, cuyo objetivo es su posterior amortización y reducción del capital social²², convirtiéndose de este modo en una remuneración adicional a los accionistas; y el incremento de la ratio de beneficios por acción (véase gráfico 2.14.1).

El coste de capital de los bancos españoles disminuyó en 2022 en mayor medida que el de otros del área del euro. Para los bancos españoles, el coste de capital²³ pasó del 8,6 % en diciembre de 2021 al 6,6 % en diciembre de 2022, mientras que para los bancos del conjunto del área del euro el cambio fue del 8,1, % al 7,7 % en ese mismo período. La caída se debió en primer lugar a la disminución a nivel europeo de la prima de riesgo del mercado de renta variable, que se redujo en torno a 1,5 pp (dando lugar a una disminución de 1,8 pp en el coste de capital de los bancos españoles y de 1,9 pp en los del área del euro), contrarrestando así en buena medida el impacto del aumento de cerca de 1,8 pp de los tipos de interés libres de riesgo. La relación entre el retorno requerido por los inversores al sector bancario considerado en relación con el del conjunto del mercado de renta variable europeo también contribuyó a una caída del coste del capital, de en torno a 2 pp para los bancos españoles y a 0,3 pp para los del área del euro (véase gráfico 2.14.2). Durante los meses de febrero y marzo de 2023, el coste de capital de los

21 Estas recomendaciones no fueron extendidas más allá de septiembre de 2021. Véase [Recommendation of the European Central Bank of 15 December 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation ECB/2020/3](#).

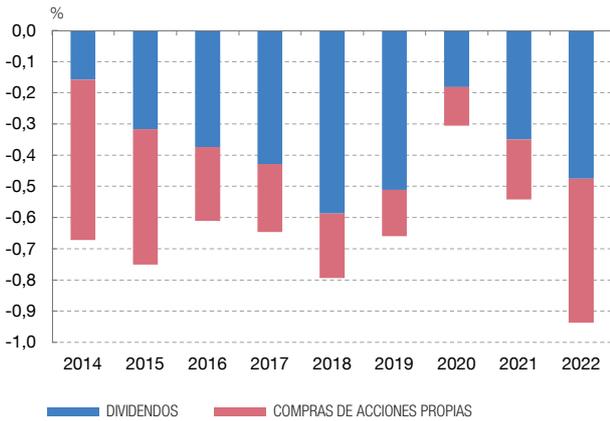
22 La política de capital de las entidades puede considerar también otras acciones, como ventas de autocartera o emisión de nuevas acciones, que compensen total o parcialmente los efectos sobre el nivel de patrimonio neto de la recompra de acciones. Sin embargo, en 2022 los planes de las entidades cotizadas, especialmente de las cuatro de mayor tamaño, contenían explícitamente el propósito de remuneración del accionista, en contraste con años previos.

23 Estimado mediante un modelo de descuento de dividendo. Véase Luis Fernández Lafuerza y Javier Mencía (2020) "La evolución reciente del coste de capital bancario europeo". Boletín Económico – Banco de España, 4/2020 Artículos Analíticos.

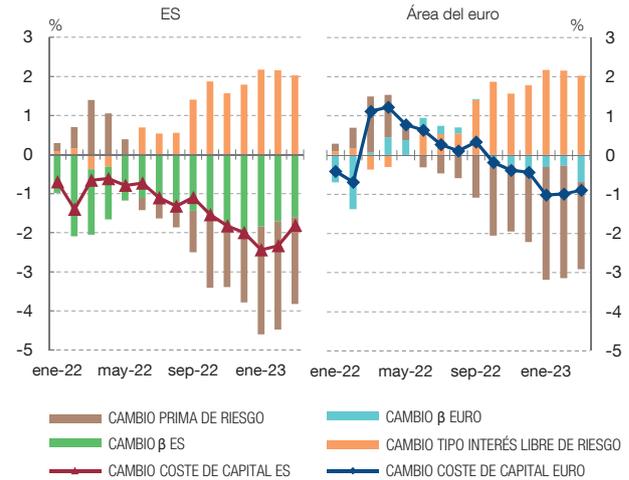
LOS DIVIDENDOS Y LA RECOMPRA DE ACCIONES DE LAS ENTIDADES COTIZADAS SE INCREMENTARON NOTABLEMENTE EN 2022, MIENTRAS QUE EL COSTE DE CAPITAL DE LOS BANCOS ESPAÑOLES CAYÓ Y RESTO DE EUROPEOS, EN BUENA PARTE DEBIDO A LA DISMINUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO BURSÁTIL

Los dividendos y la recompra de acciones propias se incrementaron de forma importante en 2022, ya en completa ausencia de recomendaciones a límites al reparto de beneficios como consecuencia de la pandemia de COVID-19. El coste de capital de los bancos del área del euro disminuyó ligeramente en 2022, fundamentalmente por la caída de la prima de riesgo del mercado bursátil, y pese al aumento del tipo libre de riesgo. El coste de capital de los bancos españoles disminuyó en mayor medida, debido a la bajada de su correlación con el mercado bursátil. Desde las turbulencias financieras observadas en marzo de 2023, los riesgos al alza sobre el coste del capital bancario se han incrementado de manera notable.

1 DIVIDENDOS Y COMPRA DE ACCIONES PROPIAS COMO PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO
Datos consolidados



2 CAMBIO EN EL COSTE DE CAPITAL Y SU DESCOMPOSICIÓN PARA BANCOS ESPAÑOLES (PANEL IZDO.) Y DEL ÁREA DEL EURO (PANEL DCHO.) RESPECTO A DICIEMBRE DE 2021 (a)



FUENTE: Banco de España, con datos de Datastream y Consensus Economics.

a Las columnas de distintos colores indican la contribución al cambio en el coste de capital de los componentes indicados. Como tipo libre de riesgo se usa el interés del bono del Gobierno francés indexado a la inflación, y como mercado bursátil, EURO STOXX. Cálculos basados en un modelo de descuento de dividendos. Véase L. Fernández Lafuerza y J. Mencía (2020) "La evolución reciente del coste de capital bancario europeo". Boletín Económico - Banco de España, 4/2020 Artículos Analíticos.

bancos españoles y europeos comenzó a aumentar, debido principalmente al repunte de la prima de riesgo del mercado de renta variable.

La caída del coste de capital amortiguó durante el año pasado el aumento en el coste del conjunto del pasivo. Durante 2022, los gastos por intereses del pasivo de los bancos españoles aumentaron en 58 pb respecto al promedio de 2020-2021 (véase gráfico 2.8.1). Este aumento en el coste del pasivo contrasta con la caída estimada en el coste de capital de 26 pb en el mismo período, de modo que el incremento en el coste total de la financiación de las entidades ha sido más contenido.

En un entorno de condiciones financieras globales más estrictas, se eleva el riesgo de un mayor crecimiento del coste de todas las categorías de financiación. Si bien las cotizaciones bursátiles del sector bancario han presentado una volatilidad notable, los descensos de las cotizaciones en marzo de 2023 se trasladan en aumentos del coste de capital requerido en el mercado financiero,

truncando la evolución favorable previa. Además, repuntes adicionales de las primas de riesgo producirían aumentos del coste de financiación de todas las categorías de financiación, pero previsiblemente en mayor medida del capital y de la deuda mayorista no garantizada y con un mayor grado de subordinación.

La recaudación anticipada del gravamen extraordinario temporal sobre los resultados del sector bancario ha ascendido a 637,1 m de euros en febrero de 2023²⁴. De acuerdo con la normativa de este gravamen, las obligaciones de pago de 2023 se calcularán para cada grupo de consolidación fiscal para propósitos del impuesto de sociedades en España como el 4,8 % del margen de interés y de ingresos y gastos por comisiones en 2022. El pago deberá completarse en el mes de septiembre de 2023, pero es necesario anticipar el 50 % de su cuantía en el mes de febrero. Extrapolando la información de pagos por el gravamen al conjunto de 2023, estos equivaldrían al 5 % del resultado neto consolidado obtenido en 2022. Las obligaciones de pago de 2024 operarán de la misma manera sobre la base de los resultados de 2023.

Solvencia

La ratio de CET1 disminuyó en 25 pb en 2022, tras registrar aumentos en los dos años anteriores (véase gráfico 2.15.1). La variación de la ratio se puede descomponer en las contribuciones del CET1, en su numerador, y de APR, en su denominador, que a su vez se puede descomponer como el producto del total de activos y la densidad del APR (ratio de estos sobre el total de activos), resultando así en tres factores. En 2022 la reducción de la ratio de CET1 fue consecuencia de un crecimiento del total de activos del 2,6 %, y de un aumento de la densidad del APR de 53 pb, reflejando, por tanto, un aumento relativo del riesgo. Por su parte, el capital CET1 se incrementó un 2,1 % entre 2021 y 2022, de forma insuficiente para evitar una reducción de la ratio.

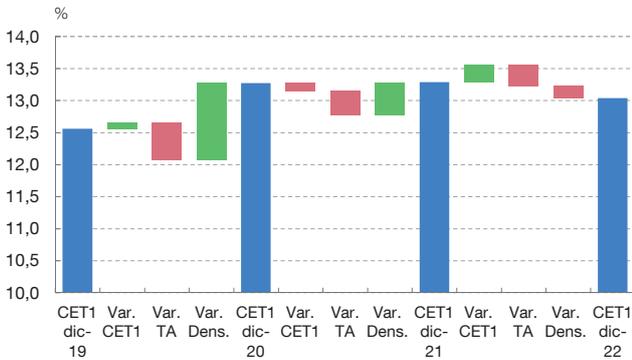
La ratio de CET1 y el nivel del colchón voluntario (incluida la guía de Pilar 2 –P2G–) presentan heterogeneidad entre entidades (véase gráfico 2.15.2). Las dos magnitudes presentan un elevado grado de correspondencia, con una mayor ratio de CET1 asociada a un mayor nivel de colchón voluntario. El coeficiente de correlación es superior a 0,99 y el coeficiente de regresión lineal igual a 1; estos valores pasan a 0,92 y a 1,05, respectivamente, si se excluye el decil superior de la distribución entre entidades de la ratio de CET1. El mayor tamaño de colchón voluntario observado en las entidades menos significativas reflejaría un

24 Véase *Nota de prensa* del Ministerio de Hacienda y Función Pública de 21 de febrero de 2023. El Artículo 2 de la *Ley 38/2022* contiene la normativa específica sobre este gravamen. En particular, están obligadas al pago aquellas entidades que operen en territorio español y cuya suma de ingresos por intereses y comisiones, determinada de acuerdo con su normativa contable de aplicación, y correspondiente al año 2019 sea igual o superior a 800 millones de euros.

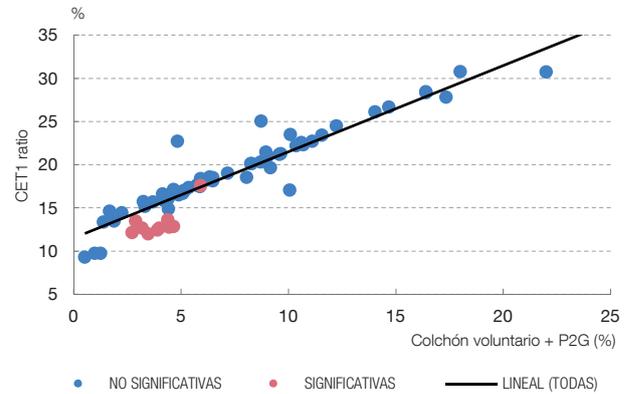
EL AUMENTO DE LOS ACTIVOS TOTALES Y DE LA DENSIDAD DE APR CONDUJO EN 2022 A UN DESCENSO AGREGADO DE LA RATIO DE CET1, CUYO NIVEL EXHIBE UNA GRAN HETOREGENEIDAD ENTRE ENTIDADES

La ratio de CET1 del sector bancario español se redujo en 25 pb en 2022, impulsada por el crecimiento del activo y el aumento de la densidad de APR, y pese al incremento del volumen de CET1. A nivel de entidades individuales, la ratio CET1 presenta una importante heterogeneidad, mostrando una clara correlación positiva con la ratio del colchón voluntario más guía de pilar 2 (P2G) sobre APR.

1 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE CET1 ENTRE 2019 Y 2022. VARIACIÓN DEL NUMERADOR Y DENOMINADOR (a)
Datos consolidados



2 COLCHÓN VOLUNTARIO MÁS P2G FRENTE A RATIO DE CET1 A DICIEMBRE DE 2022, % de APR (b)
Datos consolidados



FUENTE: 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. El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) a la evolución de la ratio CET1.
- b Los puntos rojos representan a las entidades directamente supervisadas por el MUS. Para mejor visualización, se han omitido las entidades con una ratio de CET1 en el decil superior (que corresponde a un nivel de ratio CET1 del 34 % e incluye a ocho entidades, todas ellas no significativas), lo que no afecta a las conclusiones generales. La línea de tendencia mostrada considera la muestra completa.

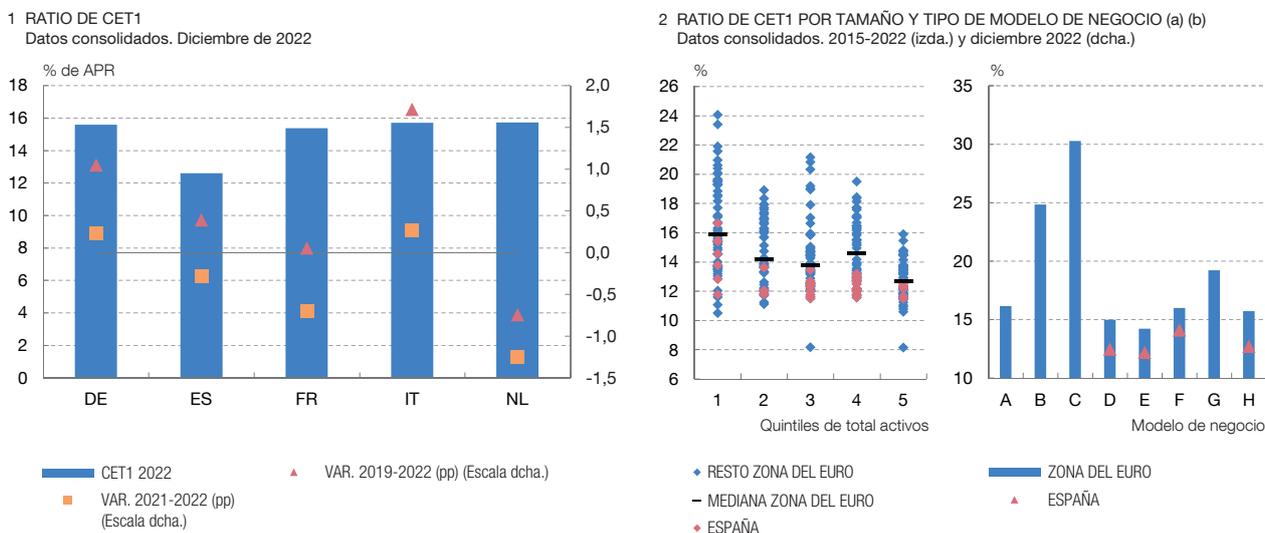
comportamiento prudente ante su menor facilidad para captar financiación en forma de capital y deuda subordinada, especialmente durante períodos de tensión financiera.

La variación de la ratio de CET1 en 2022 también ha sido heterogénea entre entidades. Para las tres entidades de mayor tamaño, que representan el 76 % del volumen de APR en diciembre de 2022, su ratio de CET1 media (ponderada por APR) descendió en 33 pb durante el año pasado. El crecimiento de los APR por la expansión del negocio en el extranjero habría contribuido en particular a este desarrollo. Para las restantes entidades, que representan el 24 % de los APR en diciembre de 2022, se observa por el contrario en esa misma fecha un aumento interanual de 8 pb de la ratio de CET1 media (ponderada por APR).

La ratio CET1 de los bancos españoles continúa siendo menor que las de otras economías europeas, y se sitúa en el rango bajo de la distribución de esta métrica para distintos tamaños de entidades y tipo de modelo de negocio. La ratio de CET1 a cierre de 2022 para España se situó por debajo de países como Alemania, Francia, Italia y Países Bajos. No obstante, en relación a Francia y Países Bajos, experimentó un menor descenso entre 2021 y 2022. Además, junto con

LA RATIO DE CET1 DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL SE MANTIENE EN EL RANGO INFERIOR DE LA DISTRIBUCIÓN DE ESTA MÉTRICA A NIVEL EUROPEO

La ratio de CET1 del sector bancario español se redujo menos que en otras economías europeas, manteniendo así un nivel superior a los niveles prepandemia, constatándose que a nivel europeo que bancos más grandes tienen ratios de CET1 inferiores. Por categoría de tamaño y tipo de modelo de negocio, los bancos españoles también se encuentran en el rango inferior de la distribución de esta métrica.



FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo y Capital IQ.

a Cada punto en el panel izquierdo representa un banco y un año.

b La información por tipo de modelo de negocio para la zona del euro y España proviene del Banco Central Europeo y del Banco de España, respectivamente. Se consideran las siguientes categorías: banca corporativa (A), custodios y administradores de activos (B), banca de fomento y desarrollo (C), bancos diversificados (D), bancos de importancia sistémica mundial (E), banca minorista y de consumo (F), bancos que operan en economías pequeñas de la zona del euro (G), y banca universal y de inversión (H).

Alemania, Francia e Italia, España mantiene una ratio de CET1 superior al nivel prepandemia (véase gráfico 2.16.1). Existe gran heterogeneidad de la ratio de CET1 entre los bancos europeos, observándose por lo general que los bancos de mayor tamaño tienden a operar con menores niveles de la ratio CET1. Por categoría de tamaño, se observa también que los bancos españoles se sitúan en el rango inferior de la distribución de esta métrica (véase gráfico 2.16.2)²⁵. Asimismo, el tipo de modelo de negocio también es un factor que influye en los niveles de la ratio de CET1 con los que operan las entidades. Por tipo de modelo de negocio, los bancos españoles mantienen niveles de la ratio de CET1 inferiores a los agregados de la zona del euro (véase gráfico 2.16.2).

Los niveles de ratio de CET1 de las entidades bancarias españolas se sitúan claramente por encima de los requerimientos medios y proporcionan una

25 Así también, se ha documentado que los bancos globales de mayor tamaño han reducido sus ratios de capital a niveles pre-pandemia. Véase "Basel III capital ratios for largest global banks fell to pre-pandemic levels in H1 2022, latest Basel III monitoring exercise shows". Press release 28 February 2023.

capacidad agregada notable de absorción de pérdidas. Tanto las entidades bajo supervisión del BCE como aquellas bajo supervisión nacional directa están sujetas a requerimientos de capital, y también de liquidez, que implementan de forma rigurosa el marco de Basilea III. Como se ha mostrado en el gráfico 2.15.2, las entidades cuentan, además, con un margen amplio de colchón de capital voluntario (incluyendo la guía supervisora) sobre estos requerimientos. Todo ello proporciona una capacidad notable de absorción de pérdidas para el agregado del sector bancario, incluso frente a escenarios macrofinancieros muy adversos.²⁶ La elevada incertidumbre actual obliga, sin embargo, a una monitorización especialmente cuidadosa por parte del supervisor para asegurar que esta posición resiliente de solvencia se preserve en el tiempo. Esto es particularmente importante ante la mayor probabilidad de escenarios de riesgo, como los vinculados a las turbulencias financieras y el repunte de las primas de riesgo observadas desde marzo de este año, que son distintos de los que han focalizado la atención en los trimestres previos, vinculados al suministro energético y a las presiones inflacionarias.

2.2 Sector financiero no bancario e interconexiones sistémicas

2.2.1 Sector financiero no bancario

Análisis de vulnerabilidades

Algunos episodios recientes de tensión ponen de manifiesto las vulnerabilidades de ciertos intermediarios financieros, en particular en términos de su posición de liquidez. Estas tensiones han afectado a intermediarios financieros tanto bancarios como no bancarios:

- i) En primer lugar, cabe mencionar las dificultades experimentadas por algunas empresas energéticas en la negociación de derivados de materias primas con cámaras de contrapartida central (véanse más detalles en la sección 2.2.2), al experimentar aumentos requeridos de márgenes ante el mayor nivel y volatilidad de los precios energéticos en 2022.
- ii) Asimismo, en la segunda mitad de 2022, el incremento de los tipos de interés de la deuda pública de Reino Unido repercutió sobre las llamadas estrategias de *liability-driven investment* (LDI). Estas estrategias permitían a algunos fondos de pensiones de este país aumentar el retorno de sus

²⁶ Para los últimos resultados de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por el Banco de España, véase el [Informe de Estabilidad Financiera de otoño 2022](#).

inversiones, recurriendo en ocasiones al apalancamiento sintético²⁷. El aumento de los tipos de interés de la deuda pública deterioró la capacidad de los fondos LDI para mantener su operativa, y se tradujo en ventas forzadas de deuda soberana de Reino Unido, lo que generó una elevada volatilidad en la curva de tipos de interés de la deuda pública en los meses finales de 2022.

- iii) Por último, en marzo de 2023, las dudas en torno a la solidez de Silicon Valley Bank y de Credit Suisse propiciaron las salidas de fondos de estas dos entidades, llevando a la resolución de la primera y a la compra de la segunda por UBS (véase el recuadro que acompaña al resumen de riesgos y vulnerabilidades para una presentación pormenorizada de estas crisis individualizadas y de sus implicaciones sistémicas).

El efecto de estas tensiones ha estado restringido por el momento a ciertas entidades o segmentos, pero podrían producirse mayores efectos sistémicos, en particular a través del segmento de intermediación financiera no bancaria (IFNB). La evidencia empírica disponible señala el comportamiento pro-cíclico de distintos IFNB, en particular de los fondos de inversión, que ante la materialización de riesgos de mercado significativos podrían reforzarlos, mediante ventas forzadas de activo para reducir su apalancamiento y aumentar su liquidez.²⁸ Es necesario destacar también que a la contención de los eventos destacados ha contribuido en varios casos la acción de las autoridades económicas: las autoridades fiscales y prudenciales de distintos estados (e. g., Reino Unido, Suecia) para preservar la liquidez de las empresas energéticas, el Banco de Inglaterra mediante la compra de bonos para estabilizar el mercado de deuda pública de Reino Unido, las autoridades de EE.UU. garantizando todos los depósitos de SVB y proporcionando una línea de liquidez extraordinaria a otros bancos de tamaño mediano, o las autoridades financieras y el Estado en Suiza para facilitar la adquisición Credit Suisse por UBS.

Evolución del conjunto de compañías de seguros y fondos

Compañías de seguros y fondos de inversión y de pensiones han reducido el tamaño de su activo a lo largo de 2022, tanto en España como en el conjunto

27 Por ejemplo, los recursos invertidos en fondos LDI se utilizaban para comprar deuda pública, y esta se empleaba a su vez como colateral en operaciones *repo* para obtener más fondos con los que adquirir otros activos de mayor rentabilidad. Adicionalmente, los fondos LDI empleaban derivados de tipos de interés para equilibrar el plazo de vencimiento de activos y pasivos.

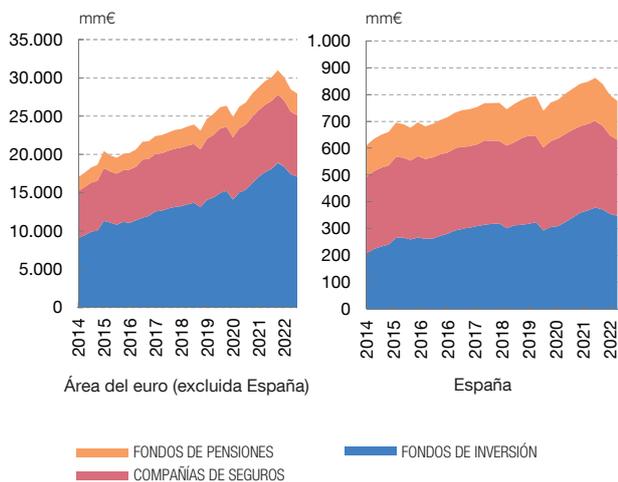
28 Véase, por ejemplo, Y. Timmer (2018) "Cyclical investment behavior across financial institutions". *Journal of Financial Economics*, 129(2), pp. 268-286. El autor encuentra que los fondos de inversión venden más deuda que otros tenedores institucionales cuando ésta ha experimentado retornos negativos. El BCE encuentra un resultado similar en este trabajo: BCE (2022). "Liquidity mismatch in open-ended funds: trends, gaps and policy implications". *Financial Stability Review*, noviembre. En este caso, las ventas forzadas de los fondos responderían a descálces de liquidez.

Gráfico 2.17

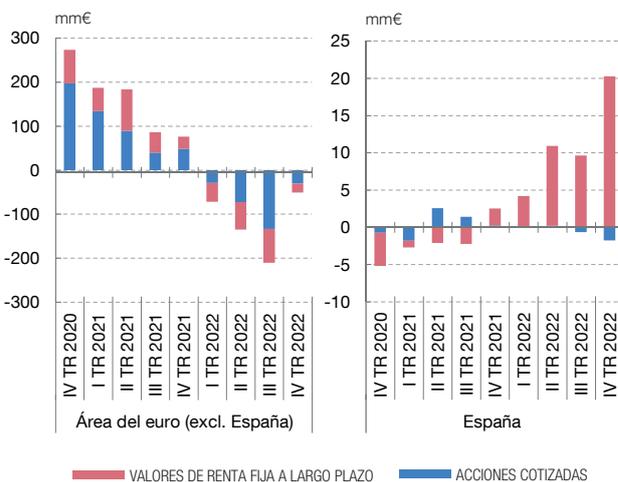
LOS ACTIVOS TOTALES DE FONDOS Y COMPAÑÍAS DE SEGUROS DESCENDIERON EN 2022 TANTO EN EL CONJUNTO DE LA ZONA DEL EURO COMO EN ESPAÑA. LAS ADQUISICIONES NETAS POSITIVAS DE VALORES DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO POR ESTOS INTERMEDIARIOS EN ESPAÑA CONTRASTARON CON LO OBSERVADO EN EL RESTO DE PAÍSES

El activo total de fondos y compañías de seguros ha continuado, en el segundo semestre de 2022, el descenso iniciado en el primer semestre, tanto en España como en conjunto del área euro, acumulando en ambos casos una caída de en torno al 10 % durante el año pasado. En el conjunto del área del euro, estos intermediarios financieros no bancarios han realizado ventas netas de acciones y renta fija a largo plazo, mientras que en España destacan las elevadas adquisiciones netas de valores de renta fija a largo plazo.

1 ACTIVO TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN EL ÁREA DEL EURO (EXCL. ESPAÑA) Y EN ESPAÑA (a)



2 ADQUISICIONES NETAS DE ACCIONES COTIZADAS Y VALORES DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO POR PARTE DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN EL ÁREA DEL EURO (EXCL. ESPAÑA) Y EN ESPAÑA (b)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Securities Holding Statistics by Sector.

- a Se consideran los siguientes intermediarios financieros no bancarios: fondos de inversión (tanto monetarios como no monetarios), compañías de seguros y fondos de pensiones.
- b Transacciones trimestrales netas a valor de mercado por parte de intermediarios financieros no bancarios (fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros).

del área euro. Este descenso, de en torno a un 10 % en términos de activo desde comienzos de 2022, es el de mayor magnitud desde la crisis financiera global (véase gráfico 2.17.1). Es conveniente señalar que esta evolución responde tanto a ajustes en los valores de cotización como a ventas de los activos mantenidos por estos intermediarios financieros no bancarios. En el conjunto del área del euro, la reducción del activo total ha venido acompañada en 2022 por ventas crecientes de renta fija y acciones, que solo se han moderado en el último trimestre. En el caso de España, sin embargo, se observaron importantes adquisiciones netas de valores de renta fija a largo plazo en el ejercicio, mientras que las tenencias de acciones cotizadas descendieron ligeramente (véase gráfico 2.17.2).

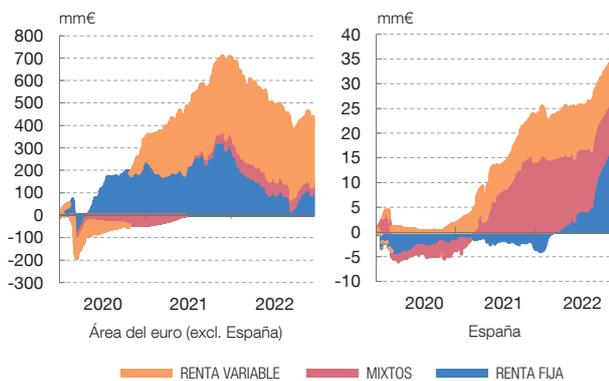
Fondos de inversión

En 2022 se registraron salidas de capital en el conjunto del área del euro excluida España, siendo la evolución más favorable en los fondos españoles.

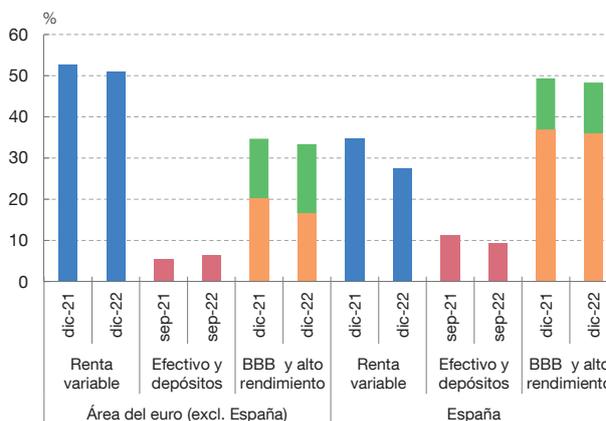
EN 2022 SE HAN PRODUCIDO REEMBOLSOS EN LOS FONDOS DE RENTA FIJA DE OTROS PAISES EUROPEOS, OBSERVÁNDOSE UNA EVOLUCIÓN MÁS FAVORABLE EN ESPAÑA. EL PESO DE LAS TENENCIAS DE TÍTULOS MÁS ARRIESGADOS SE HA REDUCIDO DE FORMA GENERALIZADA

En otros países del área del euro se produjeron reembolsos netos en los fondos de inversión en 2022, particularmente en los vehículos que invierten en renta fija, si bien recientemente estos flujos se han recuperado. En España, este segmento ha experimentado suscripciones netas notables en la parte final del ejercicio, que compensan las salidas de flujos de capital de otros vehículos. Las tenencias de renta fija más arriesgadas, con calificación BBB o inferior, disminuyeron ligeramente en el conjunto del área del euro y en España.

1 FLUJOS DE FONDOS DE INVERSIÓN EN EL ÁREA DEL EURO (EXCL. ESPAÑA) Y EN ESPAÑA (a) (b)



2 LIQUIDEZ Y TENENCIAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE RENTA VARIABLE Y FIJA DE ALTO RENDIMIENTO. ÁREA DEL EURO (EXCL. ESPAÑA) Y ESPAÑA (c) (d)



FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras), Banco Central Europeo (Securities Holdings Statistics by Sector, Quarterly Sector Accounts) y Refinitiv.

- a Cambio acumulado en las entradas o salidas netas de capital de fondos de inversión desde el 15 de enero de 2020, a partir de una muestra representativa construida por Refinitiv de fondos domiciliados en países de la zona del euro. Los datos de España en el panel derecho corresponden a los fondos domiciliados en este país e incluidos en esta muestra. Datos hasta cierre de 2022.
- b El panel izquierdo incluye información de fondos domiciliados en Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal. La categoría de los fondos de renta fija incluye también los vehículos que invierten en el mercado monetario.
- c El término «alto rendimiento» hace referencia a calificaciones crediticias inferiores al grado de inversión (de BBB+ a BBB-). Los pesos de las tenencias BBB y de alto rendimiento se indican, respectivamente, en las barras de color naranja y verde. Para el cálculo del nivel de efectivo y depósitos solo se consideran fondos de inversión no monetarios.
- d El nivel de renta variable se mide en porcentaje sobre la cartera de renta fija y variable, el nivel de efectivo y depósitos en porcentaje sobre el total activo financiero, y las tenencias BBB y de alto rendimiento, en porcentaje sobre la cartera de renta fija.

En el conjunto del área del euro, excluida España, tuvieron lugar reembolsos netos, especialmente en los fondos de renta fija (véase gráfico 2.18.1). Esta dinámica se atenuó a finales de 2022, cuando hubo una cierta recuperación de los flujos en vehículos que invierten en estos instrumentos. En el caso de los fondos domiciliados en España, las salidas de flujos de capital se concentraron en los vehículos con políticas de inversión mixta (esto es, que invierten en bonos y acciones), que se vieron más que compensadas por las suscripciones en los fondos de renta fija, particularmente en el último trimestre de 2022 (véase nuevamente gráfico 2.18.1).²⁹ Las entradas de capital en estos últimos vehículos explicarían, al menos en parte, el referido fuerte incremento de las adquisiciones de títulos de deuda por parte de los fondos de inversión españoles (véase gráfico 2.17.2).

²⁹ Los datos de entradas/salidas de capital de los fondos de inversión se obtienen de Refinitiv, y pueden diferir de otras estadísticas oficiales.

La renta fija ha ganado un cierto peso en el último año dentro de las carteras de tenencias de los fondos de inversión. El peso de la renta variable sobre el total de tenencias de instrumentos negociables ha disminuido ligeramente en los fondos de inversión del área del euro, excluida España, y ha experimentado una reducción algo más pronunciada en los fondos domiciliados en España (gráfico 2.18.2). Este comportamiento diferenciado está relacionado con el importante flujo de entrada de capital en fondos españoles de renta fija señalado anteriormente. Hay que señalar también que, mientras que los fondos del área del euro, excluida España, han aumentado sus tenencias de efectivo y depósitos, los fondos españoles han reducido estas tenencias, de forma que se ha producido una cierta convergencia. Por último, tanto para los fondos del área del euro, excluida España, como para aquellos domiciliados en España ha disminuido el valor de mercado de sus tenencias de renta fija de mayor riesgo (aquellas con calificación BBB o inferior).

Compañías de seguros

Los ingresos por primas de seguro directo han crecido un 4,6 % en 2022, en línea con la normalización de la actividad económica general. El crecimiento de las primas del negocio no vida fue del 5,2 %, mientras que las primas en el negocio de vida solo aumentaron un 3,7 %. En conjunto, los ingresos por primas de seguros han recuperado el nivel previo a la pandemia de COVID-19 (véase gráfico 2.19.2).

No se observan señales de riesgo en la evolución de la rentabilidad y solvencia de este sector el año pasado. El buen comportamiento de los ingresos de los productos de no vida en 2022 permitió compensar el incremento en los gastos por siniestralidad. Los resultados del negocio de vida han mejorado como consecuencia de la subida del tipo de interés, que ha incrementado la rentabilidad de algunos de los activos en los que las compañías mantienen materializadas sus inversiones. En su conjunto, la rentabilidad del sector ha mejorado en 2022, alcanzando una ROE del 13,3 % (desde el 12,4 % de 2021). La ratio de solvencia (SCR) ha sido del 235,3 %, algo inferior al 240,7 % del año anterior.

Fondos de pensiones

Tanto las aportaciones a los fondos de pensiones como su activo total y su rentabilidad disminuyeron en 2022. Las aportaciones brutas a fondos de pensiones se vieron mermadas en más de un 25 % durante el último año, en parte como consecuencia de la reducción del límite para las desgravaciones fiscales por aportaciones a planes de pensiones individuales³⁰. El activo total de los planes de

³⁰ El límite máximo desgravable pasó de 8.000 euros anuales en 2020 a 2.000 en 2021. En 2022 se situó en 1.500 euros anuales, como establece el artículo 59(2) de los Presupuestos Generales del Estado para 2022, donde se modifica el apartado 1 del artículo 52 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

pensiones también cayó un 9,6 % en términos interanuales. Asimismo, la volatilidad en los mercados, avivada por la guerra en Ucrania y las mayores tensiones inflacionistas, provocó una caída muy marcada de la rentabilidad media anual de los fondos de pensiones, que pasó del 8,5 % en diciembre de 2021 al -9,7 % en el mismo mes de 2022. Sin embargo, y a pesar de haberse reducido en 79 pb, la rentabilidad a largo plazo (25 años) se ha mantenido en terreno positivo y se situó en el 2,5 % en diciembre de 2022.

Establecimientos financieros de crédito

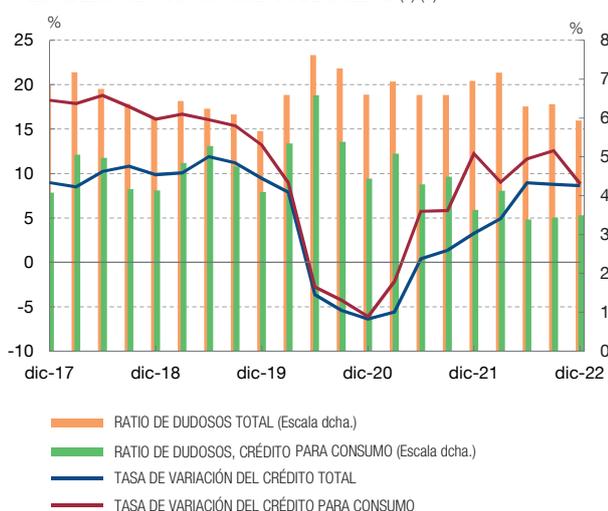
El crédito de los establecimientos financieros de crédito (EFC) aumentó el último año, mientras que se moderaron las ratios de dudosos. En 2022, el crédito concedido por los EFC se incrementó en términos interanuales un 8,6 %. En particular, el crédito para consumo, segmento de negocio en el que habitualmente se especializan estas entidades, creció un 8,8 % con respecto a diciembre de 2021, 3,4 pp menos que en el año anterior. Por su parte, la ratio de dudosos del crédito al

Gráfico 2.19

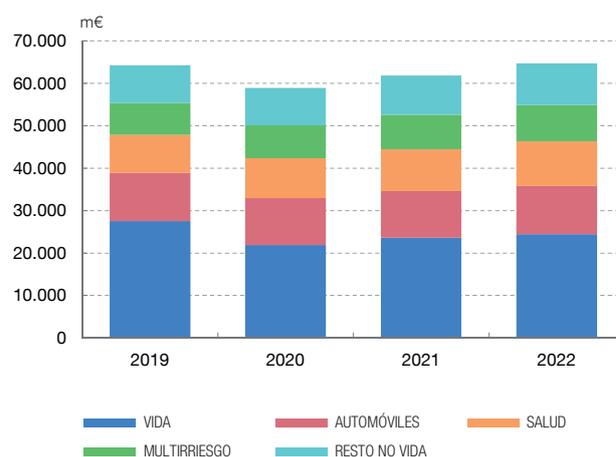
EL CRÉDITO CONCEDIDO POR LOS EFC AUMENTÓ EN EL ÚLTIMO AÑO, MODERÁNDOSE LA RATIO DE DUDOSOS. LOS INGRESOS POR PRIMAS DE SEGUROS DE LAS ASEGURADORAS SE HAN INCREMENTADO EN EL MISMO PERÍODO

El crédito al sector privado residente concedido por los EFC se incrementó un 8,6 % en el último año, de forma similar a la variación del crédito para consumo. La ratio de dudosos del crédito total descendió 1 pp, mientras que la del crédito para consumo apenas mostró variaciones. Por su parte, los ingresos por primas del sector asegurador se incrementaron en 2022, de forma coherente con la normalización de la actividad económica.

1 TASA DE VARIACIÓN DEL CRÉDITO Y RATIO DE DUDOSOS EN LOS ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO (a) (b)



2 INGRESOS POR PRIMAS DEL SECTOR ASEGURADOR



FUENTE: Banco de España.

- a El análisis se ha realizado con el conjunto de EFC existentes a diciembre de 2022, excluyendo, por tanto, los efectos de las operaciones corporativas llevadas a cabo en los últimos años.
- b La mayor ratio de dudosos totales en relación con la del segmento de consumo se debe a la especialización de una EFC de mayor tamaño relativo en créditos hipotecarios con un perfil de riesgo elevado.

sector privado residente concedido por estas entidades se situó en el 5,9 % (1 pp menos que en diciembre de 2021), mientras que la ratio de dudosos del crédito concedido para operaciones de consumo descendió 0,1 pp hasta el 3,5 % (véase gráfico 2.19.1).

2.2.2 Interconexiones sistémicas

Las titulaciones originadas por los bancos españoles constituyen una fuente de interconexiones relevantes con otros intermediarios financieros, que actúan como tenedores de estas. El valor de las titulaciones vivas respaldadas por colateral originado en España se sitúa en 132 mm de euros en el cuarto trimestre de 2022, lo que supone el 14 % del total europeo, fracción similar a la de países como Italia, Países Bajos o Francia, y tan solo inferior al volumen del Reino Unido (véase gráfico 2.20.1). Las titulaciones respaldadas por préstamos hipotecarios constituyen el grueso del total en Europa, situándose su peso en el entorno del 60 % en los últimos años (véase gráfico 2.20.2). En el caso de las titulaciones emitidas por los bancos españoles, esta fracción asciende al 75 %.

La materialización de riesgo de crédito bancario podría afectar a los tenedores de instrumentos vivos. Aproximadamente un 50 % del total de las titulaciones del período 2019-2022 han sido distribuidas a inversores, siendo el resto retenido por los bancos para obtener liquidez en operaciones con el Eurosistema³¹. Los tenedores de las titulaciones no retenidas están eventualmente expuestos a deterioros en el valor del colateral, en caso de que se registrara un deterioro en la calidad crediticia de los préstamos subyacentes. De acuerdo con análisis a nivel de préstamo, el valor medio de las ratios LTV de los activos empleados como colateral en las titulaciones se ha mantenido estable en torno al 70 % en el periodo 2005-2021, disminuyendo la fracción de préstamos con ratios LTV superiores al 100 %.

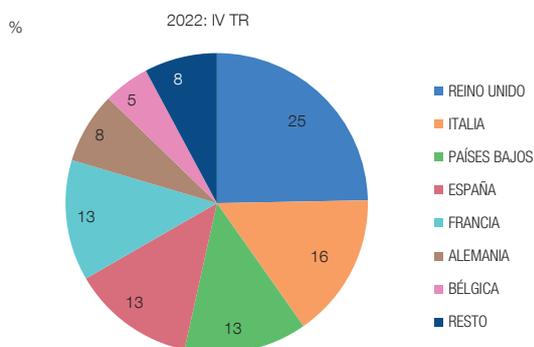
Las cámaras de contrapartida central, con un creciente peso en los mercados de derivados, constituyen una importante fuente adicional de interconexiones entre sectores financieros. Este aumento de su relevancia (véase gráfico 2.21.1) ha venido siendo fomentado por las autoridades con el fin de interiorizar una de las lecciones aprendidas tras la crisis financiera global, cuando muchas de estas operaciones se realizaban de forma bilateral entre las contrapartes, con opacidad y sin la existencia de colchones suficientes que permitieran acomodar las fluctuaciones de los precios del activo subyacente. En la actualidad han adquirido una centralidad que exige monitorizar con especial atención sus riesgos, y aplicar una regulación y

31 Sobre la tasa de retención, véase AFME. (2022). "AFME Securitisation Data Report Q3 2022", 2022. Reflejo en parte de la tasa de retención, a finales de 2021, el sector bancario constituía el principal tenedor de titulaciones, en general de alta calidad crediticia. Las tenencias del resto de sectores tienen en general una calidad crediticia inferior. Para mayor detalle, véase ESRB (2022). ESRB "Monitoring systemic risks in the EU securitisation market", julio.

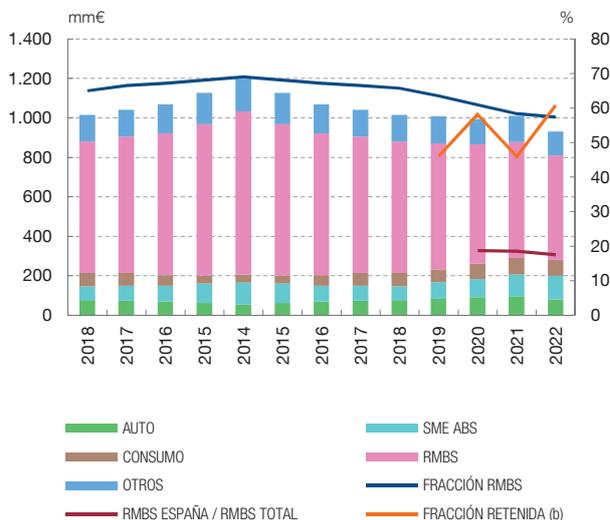
LAS TITULIZACIONES CONSTITUYEN UNA FUENTE DE POSIBLES INTERCONEXIONES ENTRE EL SECTOR BANCARIO Y EL RESTO DE LOS SECTORES, QUE EN EL CASO DE ESPAÑA ESTÁN FUNDAMENTALMENTE COLATERALIZADAS POR PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

El volumen de titulaciones vivas con colateral español suponen un 13 % del total de las titulaciones europeas, fracción muy similar a la de Italia y Alemania, y solo por detrás del Reino Unido. El grueso de las titulaciones vivas en Europa están colateralizadas con préstamos hipotecarios, con un peso muy relevante de las garantizadas por préstamos originados en España.

1 ORIGEN DEL COLATERAL DE LAS TITULIZACIONES VIVAS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS TITULIZACIONES VIVAS EN EUROPA, POR TIPO DE COLATERAL (a)



FUENTE: Association for Financial Markets in Europe.

a RMBS: Residential mortgage-backed securities. SME ABS: Asset-backed securities colateralizados por préstamos a pymes.
 b Fracción retenida de las emisiones realizadas en el año correspondiente.

supervisión adecuadas. Así, en 2022 ciertas empresas energéticas vieron dificultado su acceso a la operativa en derivados de materias primas con las cámaras de contrapartida central, al no poder afrontar las mayores garantías exigidas en el contexto de alza del precio de algunas materias primas. Estas tensiones terminaron por tener cierto traslado a bancos expuestos a dichas empresas, sin llegar a alcanzar consecuencias sistémicas³².

La cotización de los criptoactivos muestra una correlación positiva, aunque limitada, con la de activos financieros tradicionales con riesgo como la renta variable. Esta correlación habría sido particularmente elevada durante los episodios de tensión de 2020 y 2022, respectivamente, asociados al inicio de la pandemia de COVID-19 y al comienzo de la guerra en Ucrania (véase gráfico 2.21.2). Las posibilidades de diversificación del riesgo en activos tradicionales mediante la inversión

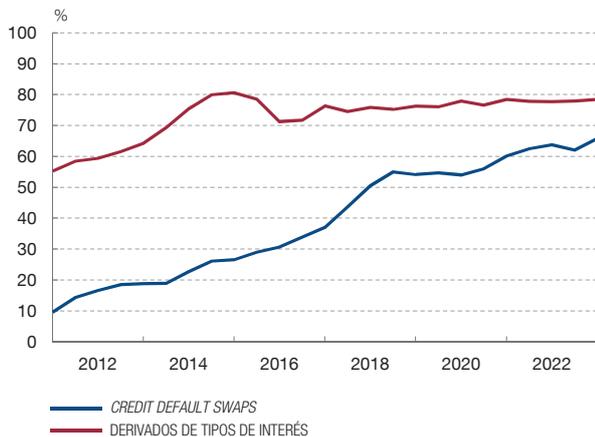
32 Para más detalle, véase la sección 2.2.2 en el Capítulo 2 del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de otoño de 2022.

Gráfico 2.21

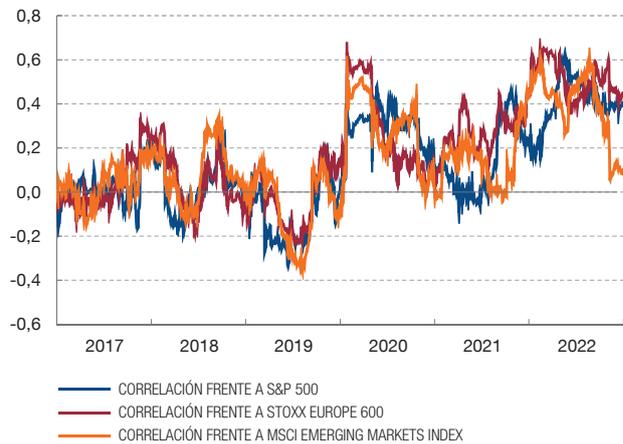
EL CRECIENTE PESO DE LAS CÁMARAS DE COMPENSACIÓN CENTRAL Y LA EMERGENCIA DE LAS CRIPTOMONEDAS CONSTITUYEN OTRAS FUENTES DE INTERCONEXIONES, AUNQUE DE MUY DISTINTA NATURALEZA, ENTRE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Desde la crisis financiera se ha incrementado el porcentaje de derivados negociados en cámaras de compensación central, lo que ha deparado una mayor importancia sistémica de estos intermediarios, que, por otra parte, contribuyen a la acumulación de recursos para absorber perturbaciones, y de este modo reducen el riesgo de contagio. Otro ejemplo de interconexiones son los criptoactivos, cuya cotización presenta en el período más reciente una correlación positiva con la de otros activos financieros tradicionales con riesgo.

1 COMPENSACIÓN DE DERIVADOS CON CÁMARAS DE COMPENSACIÓN CENTRAL



2 CORRELACIÓN DE RENDIMIENTOS DIARIOS DE UN ÍNDICE DE CRIPTOACTIVOS Y DE ÍNDICES DE RENTA VARIABLE - EUROPA, ESTADOS UNIDOS, ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



FUENTES: BIS, Refinitiv, CoinMarketCap y MVIS Investable Indices.

- a Porcentajes calculados a partir de importes notoriales negociados.
- b El índice de criptoactivos utilizado para calcular las correlaciones es el MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, que se compone de los 100 principales criptoactivos (con y sin respaldo), de acuerdo con su valor de mercado. Las correlaciones se calculan con ventanas móviles de tres meses de los rendimientos diarios en cada índice.

en criptoactivos serían así limitadas y, por el contrario, podrían representar un potencial canal de contagio. Cabe señalar, no obstante, que hasta ahora el traslado de episodios de turbulencias en los criptoactivos (por ejemplo, quiebra del operador FTX) a otros activos financieros y, de forma general, a los intermediarios financieros tradicionales ha sido muy contenido y no ha tenido envergadura sistémica. Tras un fuerte descenso de las valoraciones en 2022, la rápida recuperación de estas para los principales tipos de estos instrumentos en el periodo transcurrido de 2023 señala cómo este mercado retiene el potencial de crecer hasta alcanzar una dimensión más sistémica. De hecho, las turbulencias en los bancos medianos en EE.UU. han puesto de manifiesto la importancia de las interconexiones entre las *stablecoins* y estos bancos, a través de los depósitos en que materializan una parte significativa de sus activos de reserva. El capítulo 3 analiza los desarrollos regulatorios recientes en relación con estos instrumentos.

DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO

El acceso a los mercados financieros para la emisión de deuda resulta de gran importancia para el sector bancario, al constituir una parte relevante de la financiación en su pasivo (véase gráfico 2.8.1 en el cuerpo del capítulo 2). Además, los mercados permiten a los bancos emitir instrumentos para cumplir con las exigencias regulatorias, en el ámbito de solvencia, de resolución o de tenencias de activos líquidos. En este sentido, los mercados desempeñan un papel muy importante, ya que, al tener que evaluar a las entidades para decidir si adquieren o no la deuda emitida y las condiciones en que lo hacen, contribuyen a disciplinar su comportamiento.

En el capítulo 2 del IEF se muestra cómo, en el contexto del fuerte endurecimiento de los tipos de política monetaria, se está observando un aumento acusado de los costes de emisión de la deuda bancaria¹. Este recuadro analiza los determinantes de los costes de financiación de las emisiones de deuda mayorista en el mercado primario para un conjunto de bancos españoles y del resto de Europa, explorando la importancia relativa de los factores vinculados a la entidad emisora, el tipo instrumento y, también, el coste de la deuda soberana, que suele actuar de referencia para las empresas de ese país.

La base de datos empleada cubre las emisiones realizadas por una muestra de 36 entidades bancarias del área del euro² en el mercado mayorista, en el período 2019-2022. Para cada emisión, se consideran el vencimiento del bono, la moneda de emisión (euro o divisa extranjera), el tipo de interés libre de riesgo a diez años (*Overnight Index Swap*, OIS) y el diferencial soberano (expresado como la diferencia entre el rendimiento del bono soberano a diez años y este tipo libre de riesgo).

Junto con las características de las emisiones y las referencias del tipo soberano, se incluyen también en el análisis los ratios financieros de las entidades bancarias emisoras. En particular, se consideran los ratios de solvencia CET1, la rentabilidad sobre activo (ROA), el ratio regulatorio de financiación estable (NSFR), y el ratio de apalancamiento. Adicionalmente, se incluye el *rating* de la entidad bancaria emisora³. En las regresiones también se incluyen indicadores que miden el coste relativo de emitir un tipo de instrumento en función de su grado de subordinación⁴.

En primer lugar, se observa que una mayor prima de riesgo soberana y un mayor tipo de interés libre de riesgo se trasladan a los costes de emisión de la deuda bancaria. En este sentido, el incremento del OIS ha tenido un papel fundamental para explicar el incremento del coste de la deuda bancaria en 2022, siendo este componente de la subida homogéneo para los bancos de todos los países de la zona del euro. Por otro lado, el impacto de los diferenciales soberanos con respecto al OIS ha sido dispar entre países, contribuyendo a un menor coste relativo de las emisiones de deuda de bancos en Alemania, Francia y Países Bajos (véase gráfico 1).

En segundo lugar, los resultados indican también que los bancos con mayor rentabilidad y menor ratio de apalancamiento tienen un menor coste de financiación, señalando la importancia para los mercados de la fortaleza financiera de las entidades⁵. En el caso de los bancos españoles, una mejor ratio de apalancamiento y una mayor rentabilidad que la media de los bancos de la zona del euro aparecen asociadas a una moderación del coste de emisión de su deuda (véase gráfico 1).

1 En relación con esta cuestión, véase también, para el conjunto del área del euro, el siguiente discurso sobre el impacto de las subidas de los tipos de interés en las condiciones financieras: P. Lane, "The euro area hiking cycle: an interim assessment", *Dow Lecture*, National Institute of Economic and Social Research.

2 Se cubren entidades de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.

3 Se incluye en la regresión como una variable categórica que toma valores entre 0 y 19, donde 0 se corresponde con la mejor calificación crediticia (AAA) y 19 con la peor (DD).

4 Específicamente, se incluyen interacciones entre efectos fijos de instrumento (para *CoCos*, T2, *senior non-preferred*, y deuda sénior no garantizada; siendo la deuda garantizada la clase de instrumento usada como referencia para el resto y absorbida en la constante) y el año de la emisión. Por lo tanto, el coeficiente de estas variables mide el coste de financiación adicional de estos instrumentos en cada año, relativo al de la deuda garantizada. En caso de impago, la deuda garantizada ofrece a los tenedores de instrumentos unas mejores expectativas de recuperación y, así, la hipótesis es que esta categoría esté asociada, *ceteris paribus*, a un menor coste de emisión.

5 Otras ratios financieras a nivel de banco no presentan una relación estadísticamente significativa con el coste de emisión en el período de estudio 2019-2022, una vez se ha controlado por rentabilidad y apalancamiento. Es necesario tener en cuenta la limitación del período temporal considerado, y la posibilidad de que en otros períodos con condiciones macrofinancieras distintas la capacidad explicativa de las distintas ratios varíe. En cualquier caso, los resultados obtenidos son consistentes con la relevancia de la situación financiera de las entidades bancarias para su coste de emisión de deuda en un conjunto amplio de escenarios macrofinancieros.

DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)

Gráfico 1
DESCOMPOSICIÓN DE LOS FACTORES QUE EXPLICAN POR PAÍSES LAS DIFERENCIAS EN EL COSTE DE EMISIÓN (a)

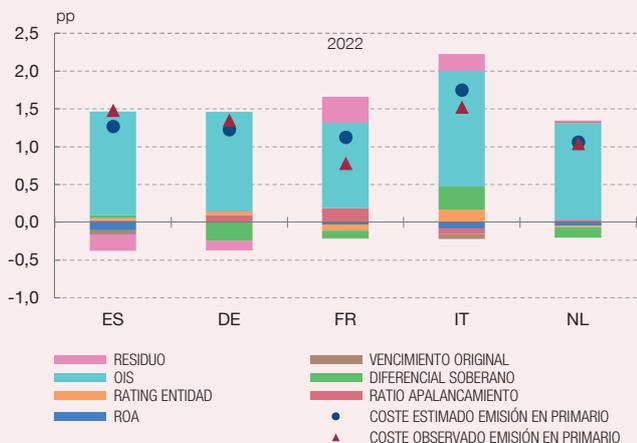


Gráfico 2
DESCOMPOSICIÓN DEL COSTE DE EMISIÓN SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DE BANCO (b)

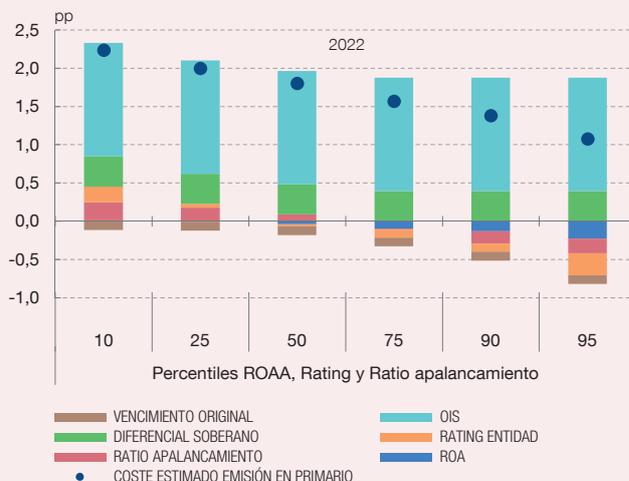


Gráfico 3
DIFERENCIALES PARA EL COSTE DE EMISIÓN RESPECTO A LA DEUDA GARANTIZADA (c)

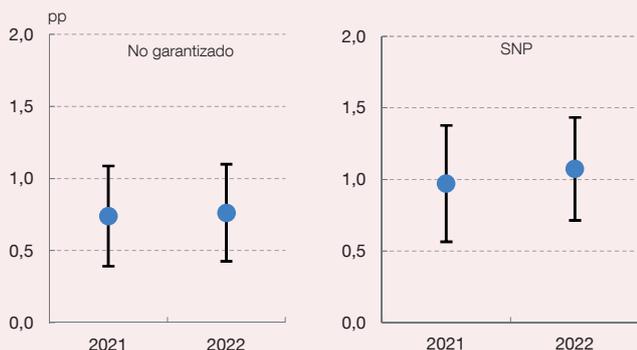
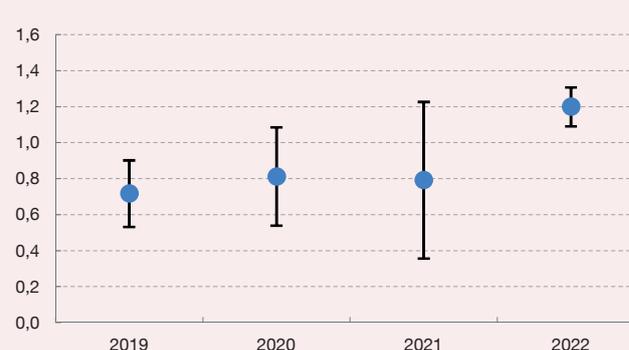


Gráfico 4
RELACIÓN ENTRE COSTES DEL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO PARA BANCOS ESPAÑOLES (d)



FUENTES: Capital IQ, Dealogic, Refinitiv y elaboración propia.

- a Se muestra el coste de emisión de la deuda garantizada relativo a la media del período 2019-2022 para todas las entidades. El análisis de regresión identifica la capacidad para explicar el coste de emisión de factores agregados (como el OIS o diferencial soberano), características del instrumento de emisión o de las entidades emisoras. La capacidad explicativa se resume mediante el valor de cada uno de los coeficientes evaluados en su valor medio para 2022. El efecto del OIS varía entre países porque se evalúa el tipo a diez años en el momento de la emisión.
- b Se presenta el coste de emisión estimado y su descomposición en factores para bancos que se encuentran en distintos rangos de percentil de las distribuciones de ROA, ratio de apalancamiento y *rating* de la entidad. Por ejemplo, para el percentil 10 se considera a bancos que se situarían en ese percentil para cada una de estas tres variables que describen su situación financiera. Se muestra el coste de emisión de la deuda garantizada relativo a la media considerando diferentes percentiles de las variables que tienen un impacto significativo en el coste de emisión. Para las variables que muestran las condiciones financieras (OIS y diferencial de riesgo) y características específicas de la emisión (vencimiento de la emisión), se considera el valor medio en 2022, de forma que se evalúa el mismo contexto para diferentes tipos de entidades. El impacto o peso de cada una de las variables se calcula como el valor del coeficiente de cada variable multiplicado por el valor de cada percentil.
- c Se muestran los coeficientes obtenidos en la regresión para las interacciones entre tipo de instrumento y año, comparados con el instrumento utilizado como base (deuda garantizada). Las líneas verticales muestran un intervalo de confianza al 95 %.
- d Se muestra la sensibilidad del coste de la deuda emitida por entidades bancarias a los cambios en la cotización en el mercado secundario, excluyendo CoCos. Para ello, se compara el tipo en emisión para bonos de bancos españoles con la rentabilidad de un instrumento de deuda similar el mismo día en que se realiza la emisión. El tipo medio de las rentabilidades en el mercado secundario se basa en una cesta de bonos de las entidades bancarias cotizadas, ponderado por saldo vivo. Se utiliza un modelo de regresión lineal que toma como variable dependiente la cotización en primario y como variables explicativas el vencimiento (en años) de la emisión e interacciones de la rentabilidad en mercado secundario con indicadores para cada trimestre. Las líneas verticales muestran un intervalo de confianza al 95 %.

DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)

Estas ratios financieras presentan una heterogeneidad relevante entre bancos, cuyo efecto sobre el coste de la deuda no se puede medir adecuadamente cuando se agrupan las entidades a nivel de país. Así, se explora también el coste de la deuda para bancos con distintos niveles de ratios de rentabilidad y apalancamiento, manteniendo constantes el resto de los factores. Resulta notable que, a pesar del incremento medio observado en 2022 en el tipo de interés libre de riesgo, aquellos bancos con unas mejores condiciones de solvencia y rentabilidad (percentiles 90, 95) verían incrementado su coste financiero en 0,7 pp menos que aquellos bancos con valores de estas ratios en percentiles centrales de la distribución (véase gráfico 2).

En tercer lugar, los instrumentos con mayor probabilidad de absorber pérdidas en procesos de resolución o insolvencia de las entidades tienen un coste de emisión asociado mayor. En efecto, los resultados confirman que existe una prima de riesgo⁶ respecto a la deuda garantizada, tanto en el caso de la deuda no garantizada como en instrumentos que se emiten para cumplir con normativa de subordinación de resolución, los llamados «bonos *senior non-preferred*». Estas primas son crecientes a medida que aumenta el grado de subordinación. Sin embargo, las primas se han mantenido sin cambios significativos entre 2022 y 2021, lo que confirma que gran parte del incremento en los tipos de interés de la deuda bancaria se relaciona con el endurecimiento de las condiciones financieras sin trasladarse de forma significativa en unas mayores primas de riesgo con los datos hasta finales del año pasado (véase gráfico 3).

Finalmente, se examina la relación entre el coste de emisión de nuevos instrumentos y la cotización de bonos bancarios en el mercado secundario, solo para los bancos españoles. El análisis se basa en una regresión donde se emplea como variable dependiente el coste de emisión, y como variables explicativas su vencimiento (en años) y la rentabilidad en el mercado secundario en el momento de la emisión, interaccionada con efectos fijos de trimestre. Este enfoque permite apreciar si la relación entre el coste del mercado primario y el secundario ha fluctuado en el tiempo. La rentabilidad en el mercado secundario se mide con un instrumento de deuda similar el mismo día en que

se realiza la emisión, empleando una cesta de bonos de las entidades bancarias cotizadas, ponderados por su saldo vivo. Los resultados muestran que la rentabilidad requerida por los inversores en el mercado secundario y los costes de emisión en el mercado primario de las entidades bancarias tienen una relación muy cercana a 1. Por lo tanto, la cotización observada en el mercado secundario puede utilizarse, en general, para aproximar la dirección y, en buena medida, la magnitud de la evolución del coste que tendría para las entidades bancarias emitir nueva deuda. Es notable el cambio observado en 2022, cuando el coeficiente ha pasado a ser estadísticamente mayor que uno, lo que indica que el coste de las nuevas emisiones ha sido mayor que el cotizado en el mercado secundario. Esto se produce en un contexto de mayores necesidades de financiación en el mercado mayorista, y en expectativas de subidas de tipos que incentivan a las entidades a adelantar emisiones, a la espera de tipos más elevados en el futuro (véase gráfico 4).

Este análisis permite concluir que el incremento en el coste de las emisiones de deuda bancaria en 2022 se ha debido en gran medida al endurecimiento de la política monetaria y en menor grado al tensionamiento de los diferenciales soberanos, si bien bancos con alta rentabilidad o mejores condiciones de solvencia están logrando emitir a un coste menor. Es notable adicionalmente que en 2022 los costes de emisión se hayan incrementado más de lo sugerido por la evolución de los precios en el mercado secundario, lo que es un indicio de que las elevadas emisiones de los bancos y el contexto de política monetaria restrictiva han reducido la flexibilidad de las entidades en la ejecución de sus planes de emisión.

El incremento del coste de emisión de deuda bancaria en Europa se produjo de forma ordenada en 2022, y su cuantía estuvo alejada de los escenarios más pesimistas que se planteaban ante el aumento de la incertidumbre el año pasado. Sin embargo, será necesario seguir monitorizando este mercado de manera estrecha. Por una parte, el incremento esperado de los tipos de política monetaria continuará trasladándose de manera previsible al coste de emisión. Adicionalmente, el coste de emisión podría verse presionado al alza por repuntes generalizados

6 Para el análisis de las primas por instrumento, se incluye una variable categórica que toma valores entre 0 y 4, dependiendo del tipo de instrumento, ordenados según su prelación como mecanismos de absorción de pérdidas.

DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)

de primas de riesgo, asociados, por ejemplo, a la reducción en el apetito de los inversores por instrumentos con alto grado de subordinación. A este respecto, cabe destacar el fuerte incremento en los rendimientos de los *CoCos* en los mercados secundarios, a raíz de la amortización forzada

de estos instrumentos tras la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS, que se revirtió tras el comunicado conjunto de la JUR, la ABE y el BCE, subrayando su mayor *seniority* relativa a instrumentos de capital (véase también el recuadro 1).

3

RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

3 RIESGO SISTÉMICO Y POLÍTICA PRUDENCIAL

Los indicadores contemporáneos de tensiones financieras sistémicas se redujeron significativamente desde finales de 2022 hasta febrero de 2023. Esta evolución reflejaba, en buena medida, el menor impacto sobre la actividad, con respecto a lo previsto en otoño de 2022, de las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, de las tensiones inflacionistas y del aumento de los costes de financiación por el endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, la resolución en marzo de este año de SVB, las tensiones financieras experimentadas por otros bancos estadounidenses de tamaño mediano, y la adquisición con apoyo gubernamental de Credit Suisse por UBS han elevado la aversión al riesgo de los inversores, llevando a descensos de las valoraciones del sector bancario, que han impulsado un tensionamiento más general de las condiciones financieras globales.

El comportamiento moderado del crédito ha contribuido en la parte final de 2022 a una reducción adicional de la brecha de crédito-PIB y a una evolución contenida de otros indicadores complementarios, lo que hace que no se observen señales de desequilibrio en su situación cíclica. Si las turbulencias recientes en los mercados conducen a un endurecimiento más intenso y permanente de las condiciones financieras globales, es esperable una mayor contracción de la demanda y de la oferta de crédito, que conduzca a un menor crecimiento de este.

En el sector inmobiliario, se seguían observando en el último trimestre del año pasado ciertas señales moderadas de sobrevaloración en los precios de la vivienda, que siguen requiriendo una monitorización estrecha. Sin embargo, es previsible un menor dinamismo de precios y transacciones ante el endurecimiento de las condiciones de financiación. Igualmente, es necesario realizar un seguimiento estrecho de los diferenciales de tipos de interés en los nuevos préstamos bancarios a empresas, que continuaron reduciéndose en la segunda mitad de 2022.

A pesar de la mejoría reciente y proyectada de distintos indicadores de desequilibrios, persiste una extraordinaria incertidumbre a corto plazo y algunos de los riesgos identificados podrían materializarse con intensidad. De hecho, las tensiones observadas a escala global sobre el sector bancario reflejarían ya un cierto grado de materialización de los riesgos sobre las condiciones financieras. En estas circunstancias, resulta aconsejable mantener el porcentaje del CCA en el 0 %.

Entre los desarrollos regulatorios y supervisores recientes de relevancia para la estabilidad financiera destacan la actualización del marco del BCE para la fijación de colchones de capital para otras entidades de importancia sistémica (OEIS), la revisión de la supervisión del BCE de las prácticas de las entidades bancarias de la gestión de

riesgos medioambientales, la advertencia de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) sobre las vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial y la identificación por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) de la intermediación financiera no bancaria como un área prioritaria para las autoridades responsables de la estabilidad financiera.

3.1 Análisis de indicadores de riesgos y vulnerabilidades sistémicas

Las tensiones sistémicas en los mercados financieros se redujeron de forma notable entre finales de 2022 y febrero de 2023. El indicador de riesgo sistémico (IRS), que elabora el Banco de España a partir de información de los mercados financieros españoles¹, disminuyó de forma marcada hasta febrero de 2023, retornando hasta niveles previos al inicio de la guerra en Ucrania (véase gráfico 3.1.1). Las menores tensiones se reflejaban en los cuatro segmentos financieros considerados en el cálculo del IRS.

Sin embargo, en marzo de 2023, las tensiones financieras sistémicas han repuntado de forma marcada, en conexión con las turbulencias experimentadas a escala global por el sector bancario. El aumento ha sido generalizado en los distintos segmentos del mercado financiero, y el IRS ha retornado a niveles similares a los correspondientes al inicio de la invasión rusa de Ucrania. En cualquier caso, este nivel es inferior al máximo alcanzado durante 2022, cuando las tensiones geopolíticas y económicas llevaron a un aumento gradual del IRS hasta noviembre del año pasado, y se sitúa muy alejado de los niveles alcanzados durante la crisis financiera global o la crisis sanitaria de 2020.

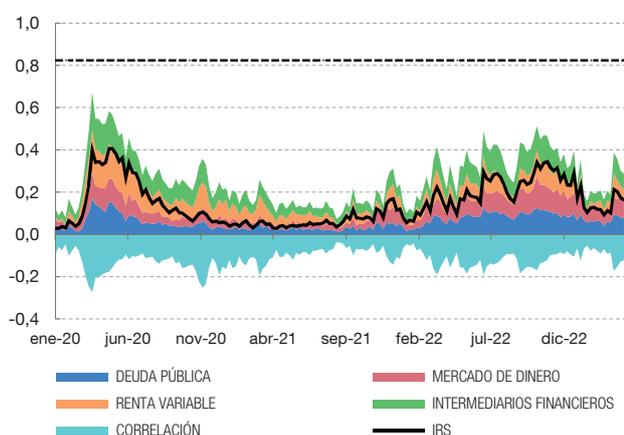
Las probabilidades de impago estimadas para las empresas europeas cotizadas aumentaron en los tres primeros trimestres de 2022, y mostraron después una evolución descendente desde el pasado noviembre. El incremento producido en los tres primeros trimestres de 2022 fue comparable al experimentado durante la pandemia de COVID-19, y resultó particularmente marcado en las empresas con mayor riesgo (véase gráfico 3.1.2). Para estas últimas, los incrementos observados en 2022 solo se habían corregido parcialmente desde la parte final del año pasado hasta marzo de 2023. La probabilidad de impago de las empresas españolas es algo superior a la media europea, aunque muestra una evolución similar. Desde finales de 2022, la probabilidad de impago media de las empresas europeas y españolas ha descendido ligeramente, siendo la española menos estable, debido a la mayor volatilidad de sus cotizaciones bursátiles.

¹ 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 Informe de Estabilidad Financiera \(IEF\) de mayo de 2013](#).

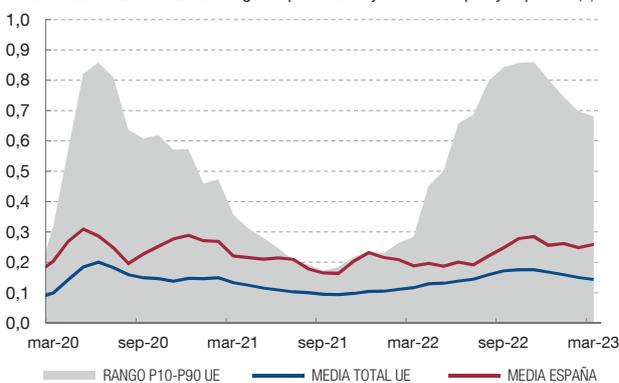
LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS DE MARZO DE 2023 HAN REVERTIDO EN PARTE LAS MEJORAS QUE SE VENÍAN OBSERVANDO DESDE EL FINAL DE 2022 EN EL INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO

El IRS se redujo notablemente entre noviembre de 2022 y febrero de 2023, primando el efecto positivo de las señales de contención de tensiones en los mercados energéticos. En marzo de 2023, las turbulencias financieras globales han llevado a un repunte marcado del indicador, situándose sin embargo lejos de los máximos de 2022 o de los niveles de crisis sistémicas previas. Por su parte, la probabilidad de impago estimada para las empresas españolas cotizadas ha descendido desde finales del año pasado, si bien su evolución ha sido variable debido a la volatilidad de los mercados bursátiles.

1 INDICADOR DE RIESGO SISTÉMICO (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES IMPLÍCITAS DE IMPAGO DE LAS EMPRESAS EUROPEAS. Rango de percentiles y media europea y española (b)



FUENTES: Datastream, Banco de España y OCDE.

- a 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](#). La línea punteada representa el máximo histórico del IRS. Datos actualizados a 5 de abril de 2023.
- b 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 enero de 2023. La muestra corresponde a un total de 485 empresas (23 de ellas españolas) con información disponible necesaria para los cálculos del ejercicio. Las series se han suavizado aplicando una media móvil de tres meses. Datos actualizados a 10 de abril de 2023.

La reducción del indicador de riesgo sistémico SRISK², que se venía observando para los bancos españoles y el resto de los europeos desde el último trimestre del año pasado también ha revertido parcialmente. El descenso hasta febrero de 2023 habría sido propiciado por la evolución favorable de los mercados financieros. Con respecto al conjunto de los bancos europeos, la caída de la contribución al riesgo sistémico había sido marginalmente superior en el caso de las entidades españolas, para las que llegó a situarse por debajo de los niveles anteriores a la pandemia. La mayor aversión de los inversores a los riesgos vinculados al sector bancario ha interrumpido desde marzo de 2023 la tendencia descendente de esta métrica para las entidades españolas, revirtiendo una parte pequeña de los descensos previos.

2 Véase [Brownlees y Engle \(2017\)](#). 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.

La evolución favorable de la actividad económica en un contexto de crecimiento contenido del crédito ha permitido que la brecha de crédito-PIB continúe su senda descendente en 2022. Con este descenso, las distorsiones que al inicio de la pandemia de COVID-19 experimentó este indicador, a raíz de la abrupta caída del PIB en 2020, se han corregido hasta situarlo por debajo del umbral de activación de referencia de 2 puntos porcentuales (pp), a partir del cual se considera que pueden existir desequilibrios en el ciclo de crédito³ (véase gráfico 3.2.1). La recuperación de la actividad también se ha traducido en un progresivo cierre de la brecha de producción, aunque este indicador se mantiene en terreno negativo y ha moderado su corrección en la segunda mitad de 2022.

Los indicadores de seguimiento del ciclo de crédito sectorial tampoco muestran señales de desequilibrios. El Banco de España realiza un seguimiento detallado de la evolución de los ciclos de crédito sectorial de empresas, por actividades económicas, y familias, distinguiendo en este último caso el crédito destinado a la compra de vivienda del destinado a otros fines⁴. Entre los indicadores analizados, los de intensidad del crédito⁵ no indican en ninguno de los principales sectores de la economía que el crédito esté creciendo actualmente más que la actividad sectorial o la renta de los hogares (véase gráfico 3.2.2). Otros indicadores analizados, como las brechas de crédito sectoriales, tampoco muestran señales de alerta significativas.

El tensionamiento de las condiciones financieras globales podría frenar el crecimiento del crédito, lo que previsiblemente reduciría de forma adicional la brecha de crédito-PIB y otros indicadores de su posición cíclica. Este tensionamiento, si se mantiene e intensifica en el tiempo, haría esperar un mayor aumento de los costes de financiación del sector bancario y un debilitamiento de la demanda y de la oferta, que se traduciría a su vez en mayor coste y menor crecimiento del crédito. En este entorno, existe también el riesgo de una evolución más negativa del PIB, pero en el horizonte más inmediato, sería previsible que la moderación del crédito dominase y que las señales de desequilibrios cíclicos se debilitaran adicionalmente.

Los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda han seguido expandiéndose, aunque de forma moderada. Estos indicadores se sitúan en

3 Este umbral aplica bajo la especificación estadística seguida por el Banco de España para el cálculo de la brecha de crédito-PIB, que se ajusta a la duración media observada históricamente del ciclo crediticio en España. La brecha estándar de crédito-PIB de Basilea ha experimentado una evolución paralela, pero manteniéndose en niveles negativos y por debajo de su umbral de referencia. Como se ha discutido en IEFs recientes, la reducción del PIB por una causa exógena como la pandemia altera la interpretación del exceso sobre el umbral, no recomendando en este caso la activación de medidas.

4 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* de primavera de 2022, y el recuadro 3.1 del IEF de primavera de 2022.

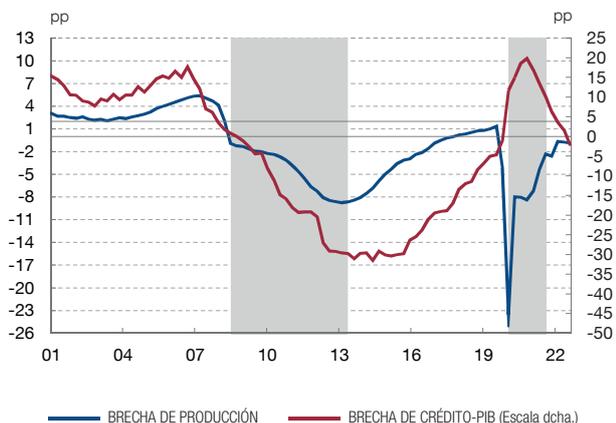
5 Este indicador se define como la ratio entre la variación del crédito a cada sector sobre el valor añadido bruto del mismo en el caso de las empresas, o sobre la renta disponible para las familias.

Gráfico 3.2

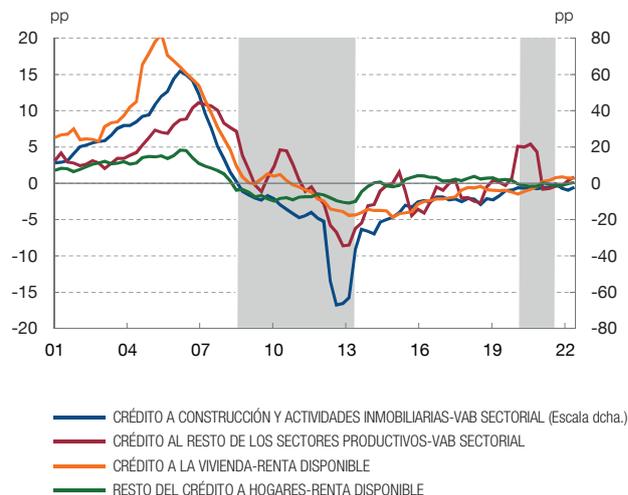
LOS CICLOS DE CRÉDITO GENERAL Y SECTORIALES NO PRESENTAN SEÑALES DE ALERTA, MIENTRAS QUE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN HA RALENTIZADO SU RITMO DE RECUPERACIÓN

La brecha de crédito-PIB ha continuado su tendencia bajista, situándose por primera vez desde el inicio de la pandemia por debajo del umbral de activación de referencia de 2 puntos porcentuales. Asimismo, continúan sin observarse señales de alerta significativas en los indicadores empleados para evaluar los ciclos de crédito sectoriales. El nivel de la brecha de producción también es muy similar al anterior a la pandemia, pero continúa en terreno negativo y ha ralentizado su ritmo de corrección en la segunda parte de 2022. Las turbulencias financieras de 2023 podrían generar un mayor freno de la evolución del crédito, moderando adicionalmente los indicadores del ciclo crediticio.

1 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a)



2 INTENSIDAD DEL CRÉDITO-VAB (EMPRESAS) Y CRÉDITO-RENTA (HOGARES) (b)



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, n.º 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, n.º 1906. Banco de España. Datos disponibles hasta diciembre de 2022. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras 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 provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). La línea horizontal gris representa el umbral de activación del CCA de referencia de 2 pp para la brecha de crédito-PIB.
- b Las intensidades del crédito se calculan como la ratio de la variación anual del crédito correspondiente a cada sector en el numerador y el Valor Añadido Bruto (VAB) o la renta disponible acumulados anuales en el denominador. Datos disponibles hasta septiembre de 2022.

valores positivos desde 2020 y muestran una ligera tendencia ascendente, si bien están todavía próximos a sus niveles de equilibrio (véase gráfico 3.3.1). Este patrón se sigue explicado por el comportamiento relativamente expansivo de los precios de la vivienda en relación con otras variables, como el incremento de los tipos de interés o la evolución de la renta real disponible, la cual no ha recuperado todavía sus niveles previos a la pandemia. Además, como se ha descrito en el capítulo 1, el crecimiento de los precios se ha mostrado relativamente resiliente en la segunda mitad de 2022, habiéndose observado un mayor freno en el volumen de nuevas transacciones de compraventa de vivienda. Es esperable que, a medida que progrese la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a las condiciones de financiación, se observe una mayor moderación en el mercado inmobiliario, lo que podría disipar las actuales señales de desequilibrio. Si las turbulencias

Gráfico 3.3

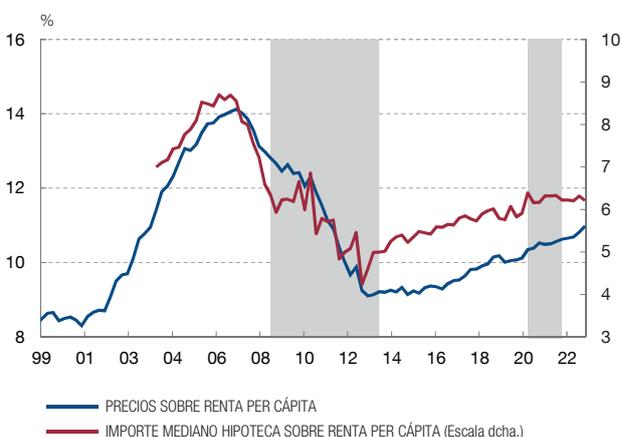
SE DETECTAN SEÑALES MODERADAS DE SOBREVALORACIÓN EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA, CON LOS PRECIOS Y EL IMPORTE DE LAS HIPOTECAS CRECIENDO A MAYOR RITMO QUE LAS RENTAS DE LOS HOGARES

Al cierre de 2022, los indicadores de desequilibrio de precios en el mercado de la vivienda se mantenían en valores positivos, aunque cercanos al nivel de equilibrio, debido fundamentalmente a la subida de los precios de la vivienda y, sobre todo, a la caída de la renta real disponible de los hogares. Es esperable que el endurecimiento de las condiciones de financiación modere estas señales de desequilibrio en los próximos trimestres.

1 INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (a) (b)



2 PRECIO DE LA VIVIENDA E IMPORTE DE LAS HIPOTECAS SOBRE RENTA PER CÁPITA (a) (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las franjas verticales sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis financieras identificadas en España desde 2009: la última crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y la crisis provocada por el COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021). Datos actualizados a diciembre de 2022.
- b El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Tanto los cuatro indicadores como la tasa de variación a dos años del precio de la vivienda comparten 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 con la de renta disponible.

financieras observadas en marzo de 2023 dieran lugar a repuntes más intensos y prolongados de las primas de riesgo, esto representaría un canal adicional de moderación de la actividad inmobiliaria, tanto por el debilitamiento de la demanda como por el aumento de los costes de financiación.

Con los últimos datos disponibles, los precios de la vivienda y el importe mediano de las hipotecas continuaban creciendo respecto a la renta disponible de los hogares. Este aumento viene observándose de forma sostenida desde 2014, aunque el ritmo de crecimiento es más lento que el observado antes de la crisis financiera global (véase gráfico 3.3.2). Un deterioro de la renta de los hogares por una evolución de la actividad económica menos favorable de la esperada podría, en ausencia de otros ajustes, generar crecimientos adicionales de estas ratios, lo que incrementaría el perfil de riesgo de los demandantes de crédito nuevo para adquisición de vivienda. El recuadro 3.1 analiza en detalle los determinantes del riesgo de impago de las hipotecas concedidas, entre los que la renta del hogar y sus interacciones con variables como el importe del préstamo juegan un papel destacado.

Los criterios de concesión de crédito nuevo tanto a hogares como a empresas se han endurecido, de acuerdo con las encuestas de opinión realizadas a las entidades, a la vez que la demanda de crédito por parte de los hogares ha disminuido. La oferta de crédito al sector privado no financiero se ha contraído durante 2022 debido a un endurecimiento generalizado de los criterios de concesión (véase gráfico 3.4.1). Esto se debería a una mayor percepción de riesgo por parte de las entidades por el deterioro de las previsiones macroeconómicas, y a un aumento de sus costes de financiación debido a la normalización de la política monetaria. Por otra parte, si bien la demanda de crédito por parte de las empresas aumentó ligeramente en el último trimestre de 2022, la demanda de crédito hipotecario por parte de los hogares se ha contraído de manera importante en los últimos trimestres. Esto sería consecuencia del aumento de los costes de financiación y de un deterioro de la confianza de los hogares, de acuerdo con las respuestas proporcionadas en la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre de 2023⁶. Durante el primer trimestre de 2023, la previsión de las entidades es una continuación del endurecimiento de los criterios de concesión y una disminución de la demanda en ambos segmentos. Como ya se ha señalado, las turbulencias financieras globales iniciadas en marzo de 2023, que han afectado particularmente al sector bancario, elevarían el riesgo de un aún mayor debilitamiento de la demanda y la oferta de crédito con respecto a lo recogido en estas expectativas.

En el conjunto de 2022, los estándares de concesión de crédito en relación al valor de los colaterales se han mantenido relativamente estables en valores prudentes para los hogares, pero se ha apreciado un aumento moderado de las operaciones crediticias a las empresas más endeudadas. En particular, en el caso de los créditos hipotecarios a familias para la adquisición de vivienda, el porcentaje de hipotecas con valores de la ratio entre el importe de la hipoteca y el valor de tasación del inmueble (*loan-to-value* o LTV) por encima del 80 % se ha reducido ligeramente con respecto a 2020 (véase gráfico 3.4.2). En el caso del crédito a empresas, la ratio entre la deuda bancaria empresarial y el activo total de las empresas (*debt to assets* o DTA) que acceden a nuevos préstamos bancarios muestra un cierto aumento desde mediados de 2020, tras el inicio de la pandemia de COVID-19. Considerando la ratio de deuda total sobre activos, se aprecia una tendencia similar, aunque más suave, lo que indica que se estaría produciendo tanto una sustitución de crédito de mercado por préstamos bancarios como un cierto aumento en el apalancamiento total.

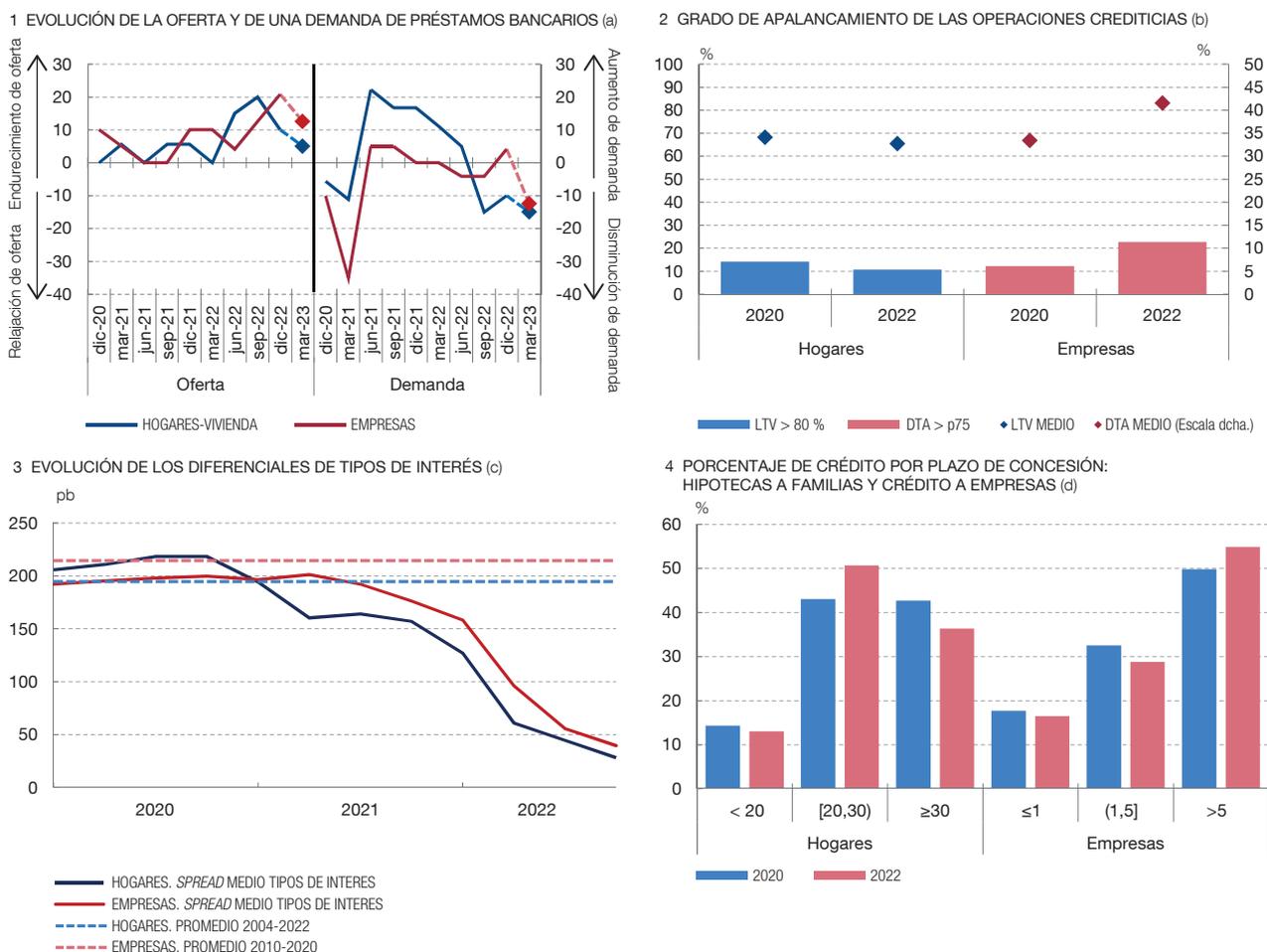
Los diferenciales de tipos de interés de las hipotecas y préstamos a empresas no financieras respecto a los tipos de referencia han continuado reduciéndose en la segunda mitad de 2022. Los diferenciales con respecto a los tipos libres de

⁶ Véase A. Menéndez y M. Mulino (2023). “Encuesta sobre préstamos bancarios en España: enero de 2023”. *Boletín Económico 2023/T1*, Banco de España.

Gráfico 3.4

LA DEMANDA DE CRÉDITO NUEVO POR PARTE DE HOGARES Y DE EMPRESAS SE ESPERA QUE DISMINUYA EN I TR 2023 A LA VEZ QUE LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITO SE ENDURECEN. PERSISTÍA EN 2022 EL ESTRECHAMIENTO DE LOS DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS NUEVOS

El crédito a hogares y a empresas se espera que sea afectado en 2023 tanto por un mayor endurecimiento de los criterios de concesión como por una disminución de la demanda. El peso relativo de las nuevas operaciones, con más apalancamiento y con mayores plazos en las hipotecas a hogares, ha disminuido. El crédito a empresas, el grado de apalancamiento bancario y el peso del crédito a mayor plazo muestran aumentos moderados, pero esto podría ser explicado, al menos en parte, por la sustitución de financiación de mercado y los programas de avales ICO. Los diferenciales sobre el tipo de interés libre de riesgo continuaron reduciéndose significativamente en 2022 en ambas categorías de crédito.



FUENTES: Banco de España y Colegio de Registradores.

- a La oferta se representa como la variación en los criterios de concesión de crédito, medido a través de un indicador que se calcula como el porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente $\times 1 +$ porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente $\times 1$. La demanda se representa como la variación de la demanda de crédito, medido a través de un indicador que se calcula como el porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable $\times 1 +$ porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$. Para más detalles véase Menéndez, A. y Mulino, M. (2023) "Encuesta sobre préstamos bancarios en España: enero de 2023", Boletín Económico 2023/T1, Banco de España. Las líneas punteadas y el rombo representan las previsiones hasta 1TR 2023.
- b La ratio *loan-to-value* (LTV) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios en el LTV están ponderados por el capital de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas. Datos hasta 4TR 2022 (todavía no se cuentan con todas las operaciones de este período). La ratio *debt-to-assets* (DTA) es el cociente entre la deuda bancaria de la empresa y sus activos totales; la deuda corresponde a la deuda bancaria total de empresas con operaciones nuevas en el trimestre indicado, y los activos totales al valor a cierre del año anterior. Los valores medios en el DTA están ponderados por la deuda bancaria total de cada empresa. El percentil 75 (p75) se calcula en el periodo 2000-2022.
- c Diferencial medio ponderado por el capital de la operación del tipo de interés de las nuevas hipotecas concedidas en cada trimestre sobre la curva swap IRS del euro. Cuando la hipoteca es a tipo variable, el spread se calcula sobre el tipo IRS a un año. Cuando es a tipo fijo, se selecciona el plazo equivalente al plazo de la hipoteca. Datos hasta el cuarto trimestre de 2022 (todavía no se cuentan con todas las operaciones de este período). Para empresas, el diferencial se calcula en base a préstamos en 6 intervalos de plazo (variable y hasta 3 meses de fijación del tipo inicial, entre 3 meses y 1 año de fijación, entre 1 y 3 años, entre 3 y 5 años, entre 5 y 10 años, y más de 10 años de fijación). Cada intervalo se compara con el tipo IRS en el punto medio (1 año para tipo variable y fijación menor a 1 año, y 20 años para fijación mayor a 10 años).
- d Plazo en el origen medido en años. Para hogares se consideran nuevas operaciones, y para empresas, préstamos vivos.

riesgo de la curva IRS (*Interest Rate Swap*) se situaban a finales de 2022 por debajo de 50 pb tanto para hogares como para empresas no financieras, un nivel muy inferior a su promedio de los últimos años (véase gráfico 3.4.3). Además, en el caso de las hipotecas a familias, los diferenciales de las nuevas operaciones a tipo variable con respecto al euríbor también han continuado descendiendo en el segundo semestre de 2022 hasta un valor promedio de 34,6 pb frente a los 187 pb promedio del primer semestre. Por su parte, las nuevas operaciones hipotecarias con tipo de interés fijo, cuyo diferencial respecto al euríbor en el primer trimestre del año ascendió a unos 106 pb y en el segundo trimestre descendió de manera acusada, se han mantenido estables desde entonces oscilando ligeramente en el entorno de los 38 pb.

La disminución de los diferenciales de los tipos de interés supone implícitamente una relajación de los estándares de concesión de créditos, que sería previsiblemente solo transitoria. Esta reducción, que ha compensado parcialmente el incremento de los tipos de referencia a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria del BCE, disminuye la prima de riesgo exigida a los prestatarios que contratan nuevas operaciones crediticias. Entre los factores que podrían explicar este comportamiento, hay que considerar, por un lado, que los tipos de interés de los préstamos reaccionan de forma más lenta a los cambios en la política monetaria que los tipos de interés de los mercados, empleados como valor de referencia en el cálculo de los diferenciales. Por otro lado, la estabilidad que está mostrando hasta el momento el tipo medio de los depósitos bancarios podría estar separando el coste de financiación de las entidades con respecto a los tipos de referencia utilizados para calcular los diferenciales. No obstante, el endurecimiento del entorno financiero previsiblemente se trasladará paulatinamente también a los depósitos, por lo que resulta relevante que los tipos de interés de los préstamos reflejen adecuadamente el coste de financiación y los riesgos en que han incurrido las entidades. Un repunte más abrupto de lo esperado en los costes de financiación bancaria podría reducir a niveles bajos, en particular, la rentabilidad de operaciones concedidas a tipo de interés fijo y con un diferencial reducido.

No se observan variaciones relevantes en los plazos de las hipotecas a hogares, mientras que se identifican aumentos moderados en los préstamos de mayor vencimiento a empresas no financieras. La distribución por plazos de vencimiento de los préstamos a hogares y empresas no financieras se ha mantenido relativamente estable entre 2020 y 2022 (véase gráfico 3.4.4). En el caso de las hipotecas a hogares, los plazos entre veinte y treinta años, cuya proporción ha aumentado ligeramente en 2022, son los dominantes. En el caso de las empresas no financieras, los plazos superiores a cinco años son los más habituales y ha aumentado su peso en los últimos años en relación con la financiación a más corto plazo.

Dado este conjunto de indicadores macrofinancieros y la extraordinaria

incertidumbre actual, el Banco de España ha decidido seguir manteniendo el porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA) en el nivel mínimo del 0%. El desarrollo de la guerra en Ucrania y las tensiones geopolíticas plantean todavía importantes riesgos sobre la evolución de la actividad y la inflación en los próximos trimestres. Adicionalmente, la senda inflacionista ya observada, que aún no ha dado muestras claras de corrección en su componente subyacente, y las medidas monetarias necesarias para contenerla están generando un deterioro de los ingresos reales de los prestatarios y un endurecimiento de las condiciones de financiación. En este entorno desfavorable, la probabilidad de escenarios de bajo crecimiento es más elevada, por lo que el mantenimiento del CCA en el 0% se estima como la respuesta macroprudencial adecuada. Las turbulencias observadas en el sector bancario a nivel global desde marzo de 2023 agravan los riesgos a la baja sobre la actividad y la evolución del crédito, lo que refuerza esta orientación de la política macroprudencial. En todo caso, el Banco de España vigila de forma estrecha y frecuente la evolución de los mercados financieros, las vulnerabilidades identificadas en el mercado inmobiliario y la posible acumulación de desequilibrios macroeconómicos ligados a la inflación, y ajustaría los requerimientos macroprudenciales si así fuera necesario.

A pesar de la incertidumbre macrofinanciera, varios países europeos, se han amparado en la recuperación de la rentabilidad bancaria para aprobar aumentos de sus porcentajes domésticos del CCA. Por un lado, algunos de ellos han activado o incrementado el CCA tras identificar crecimientos de sus vulnerabilidades cíclicas, que no han disminuido a pesar del aumento de los riesgos a la baja sobre el crecimiento en 2022. Por otro lado, un objetivo adicional argumentado por otras autoridades para activar el CCA, incluso en ausencia de estas vulnerabilidades cíclicas, ha sido la disponibilidad de colchones voluntarios significativos y la mejora de resultados en 2022, que reducirían el coste actual de elevar el CCA. En estos últimos casos, su situación cíclica actual también permitía la activación de la medida sin incrementar de forma marcada los riesgos sobre el crecimiento⁷. Independientemente de la argumentación utilizada, un incremento de este colchón permitiría a los sectores bancarios de estos países afrontar con un mayor nivel de resiliencia las perturbaciones que se pudieran generar en un escenario de materialización de riesgos macrofinancieros. Es necesario tener en cuenta también que, en aquellos países donde las señales de desequilibrios detectadas son mayores, el impacto de los escenarios adversos antes de liberar colchones sería también comparativamente mayor. Desde la publicación del último IEF, siete autoridades nacionales en la Unión Europea (UE)/espacio económico europeo (EEE) han comunicado decisiones de recalibración al alza de su CCA⁸. Adicionalmente, algunas autoridades han mantenido activado el colchón contra riesgos sistémicos

7 Entre estos países se encontrarían Chipre, Croacia, Estonia, Irlanda, Lituania y Noruega.

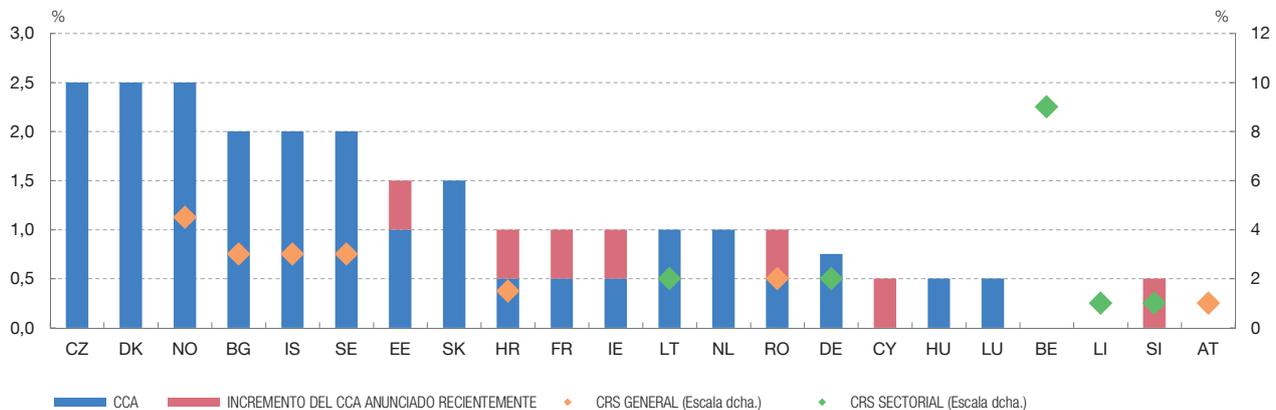
8 Chipre, Croacia, Eslovenia, Estonia, Francia, Irlanda y Rumanía.

Gráfico 3.5

LA HETEROGENEIDAD ENTRE SISTEMAS BANCARIOS EUROPEOS EN TÉRMINOS DE COLCHONES DE CAPITAL MACROPRUDENCIALES REFLEJAN EN BUENA MEDIDA DIFERENCIAS EN TÉRMINOS DE SU SITUACIÓN CÍCLICA

Diversas autoridades europeas han fijado niveles positivos del CCA para abordar sus vulnerabilidades cíclicas y reforzar la solvencia de su sector bancario. En otros países se ha activado el colchón CRS para abordar tanto los riesgos sistémicos como los específicos del sector inmobiliario. La liberación de estos colchones podría facilitar la absorción de perturbaciones inesperadas, como las potenciales consecuencias de las turbulencias financieras observadas desde marzo de 2023. Sin embargo, el efecto de estas sobre algunos de los países que disponen de estos colchones sería también esperablemente mayor por su posición cíclica más vulnerable.

COLCHONES MACROPRUDENCIALES DE CAPITAL EN PAÍSES EUROPEOS (a)



FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico.

a Este gráfico incluye el último nivel de CCA anunciado por países europeos (ámbito EEE). El incremento del CCA anunciado recientemente se corresponde con aquellos anuncios realizados tras la fecha de publicación del IEF de otoño de 2022 (11 de noviembre de 2022). Los aumentos de nivel del CCA son aplicables 12 meses después de su anuncio. Adicionalmente, se muestra el CRS general y el específico para el sector inmobiliario de los países que los tienen activos. Los valores de CRS general de Austria y Rumanía se refieren al máximo de un rango establecido (0,25 a 1 y 0 a 2, respectivamente). El gráfico no incluye los países europeos que, como España, no han anunciado hasta la fecha, un porcentaje positivo del CCA o introducido un CRS. Datos a febrero de 2023.

(CRS) para abordar vulnerabilidades en el sector inmobiliario (Alemania, Bélgica, Eslovenia, Liechtenstein y Lituania). Finalmente, Austria ha reducido su CRS para una entidad y lo ha aumentado para otra (véase gráfico 3.5, para una panorámica completa).

En diciembre de 2022, el Banco de España anunció la designación del Banco Santander, SA, como entidad de importancia sistémica mundial (EISM) en 2024⁹. 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 (*common equity Tier 1* —capital ordinario de nivel 1—)¹⁰. El colchón de EISM, que contribuye a reforzar la capacidad de absorción de pérdidas de la entidad, viene motivado por el objetivo precautorio de mitigar los efectos sistémicos adversos

9 Véase la [nota de prensa](#) publicada por el Banco de España el 16 de diciembre de 2022.

10 Esta medida del Banco de España es una actuación macroprudencial prevista en la normativa vigente de la UE y española con la que se formaliza la designación previa de esta entidad como banco de importancia sistémica global por parte del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés). Véase «[2022 List of Global Systemically Important Banks \(G-SIBs\)](#)», comunicado del FSB del 21 de noviembre de 2022.

que entidades de esta naturaleza —por su tamaño, nivel de interconexiones, complejidad, actividad transfronteriza y sustituibilidad de servicios prestados— pudieran eventualmente ocasionar al sistema financiero en caso de pasar por dificultades. Para esta entidad, el colchón de capital efectivo exigible en 2024 como entidad de importancia sistémica será, de conformidad con la regulación vigente, el mayor entre: i) el colchón EISM y ii) el colchón OEIS que será fijado por el Banco de España a mediados de 2023.

3.2 Desarrollos regulatorios y supervisores de relevancia para la estabilidad financiera

Organismos europeos

El BCE ha revisado su marco de evaluación de los colchones de capital de OEIS¹¹, y ha elevado los requerimientos mínimos para las entidades de mayor importancia sistémica. El BCE utilizará este marco metodológico revisado —más exigente que el vigente, que fue aprobado en 2016 (véase el gráfico 3.2.1) — para evaluar los colchones de OEIS propuestos para su aplicación a partir del 1 de enero de 2024 por las autoridades nacionales. En concreto, el BCE aumenta (de cuatro a seis) el número de categorías de importancia sistémica de OEIS y eleva al 1,5 % el nivel mínimo de colchón para las clasificadas en la categoría más alta, frente al 1 % del marco previo. Por el contrario, se mantiene sin variación en el 0,25 % el colchón para la categoría más baja. Esta revisión, con la que el BCE intenta reducir la heterogeneidad existente en la implementación de los colchones de las OEIS identificadas en los países de la Unión Bancaria europea, refleja también el aumento de la calibración admisible para este colchón de acuerdo con la última revisión de la normativa prudencial europea. El nuevo marco del BCE conllevará la adaptación del marco de colchones de OEIS propio del Banco de España.

Por otra parte, la Supervisión Bancaria del BCE ha publicado los resultados de su revisión temática sobre riesgos medioambientales y relacionados con el clima¹², señalando varias áreas de mejora para las entidades bancarias, así como una guía supervisora de buenas prácticas observadas en la gestión de dichos riesgos. La revisión temática tenía como objetivo verificar si las entidades de crédito identifican y gestionan adecuadamente los riesgos climáticos y medioambientales, con atención a sus estrategias internas y gobernanza (véase gráfico 3.2.2). Los resultados muestran que las entidades necesitan seguir mejorando

11 Véase BCE, «Comunicado del Consejo de Gobierno sobre políticas macroprudenciales», del 21 de diciembre de 2022.

12 Véase Supervisión Bancaria del BCE, «ECB sets deadlines for banks to deal with climate risks», nota de prensa del 2 de noviembre de 2022.



en la identificación y gestión de los riesgos climáticos y ambientales. En concreto, el informe destaca la necesidad de que las entidades desarrollen enfoques granulares, a nivel de contrapartida o de activo, y de largo plazo, que permitan gestionar estos riesgos. Asimismo, deberían integrarse en los sistemas de calificación, en la valoración de garantías y considerarse su impacto en la financiación de actividades con consecuencias medioambientales negativas. El BCE ha fijado plazos para que las entidades de crédito cumplan a finales de 2024 con las expectativas supervisoras anunciadas¹³ en 2020. En paralelo, el BCE ha publicado un informe¹⁴ de buenas prácticas observadas en este ámbito, en relación con la valoración de la materialidad de los riesgos, la estrategia, la gobernanza, y el apetito al riesgo y la gestión de los mismos. Si bien este trabajo de análisis ha sido ejecutado por la supervisión microprudencial y las acciones de corrección planteadas se sitúan en este ámbito, la identificación de necesidades de mejora amplias en la

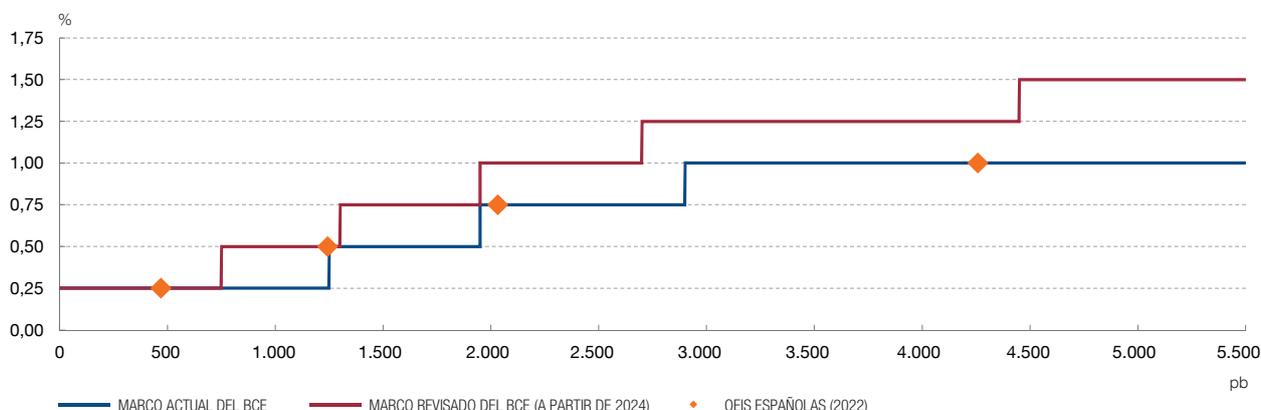
¹³ Véase Supervisión Bancaria del BCE, «*Guide on climate-related and environmental risks*», de noviembre de 2020.

¹⁴ Véase Supervisión Bancaria del BCE, «*Good practices for climate-related and environmental risk management*», de noviembre de 2022.

Gráfico 3.6

LA REVISIÓN DEL MARCO DEL BCE DE COLCHONES MÍNIMOS DE CAPITAL PARA OEIS ELEVARÁ EL REQUERIMIENTO PARA LAS ENTIDADES DE MAYOR IMPORTANCIA SISTÉMICA (a)

El BCE utilizará un marco metodológico revisado —más exigente que el vigente— para evaluar los colchones de OEIS propuestos por las autoridades nacionales con efecto a partir del 1 de enero de 2024. El mayor requerimiento mínimo para las OEIS se eleva del 1 % al 1,5 %, mientras que el menor requerimiento mínimo se mantiene en el 0,25 %. Este nuevo marco conllevará la adaptación del marco de colchones OEIS propio del Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Los escalones en las curvas correspondientes a cada marco indican el paso entre categorías, cuatro en el marco actual y seis bajo el marco revisado. En el eje horizontal se indican las puntuaciones de importancia sistémica y, en el eje vertical, los colchones mínimos previstos en cada marco.

gestión del riesgo climático y medioambiental es también relevante para el análisis de riesgos sistémicos.

El BCE también ha publicado una guía de buenas prácticas en la realización de las pruebas de resistencia para riesgo climático¹⁵. Los ejercicios de pruebas de resistencia para riesgo climático, por su carácter prospectivo y capacidad para el análisis de escenarios alternativos, son una herramienta clave para que las autoridades puedan evaluar el impacto de los riesgos relacionados con el clima en el sistema bancario. Las buenas prácticas destacadas en el informe son, entre otras, el uso de varios escenarios de riesgo de transición, utilización de escenarios de riesgos físicos acordes al ámbito geográfico de las exposiciones de la entidad, el utilizar también escenarios desarrollados internamente por la entidad, así como diferentes horizontes temporales. Asimismo, se considera positivo el uso de supuestos de balance tanto estáticos como dinámicos, y la inclusión de todas las carteras que pudieran experimentar un impacto material de los riesgos asociados al cambio climático.

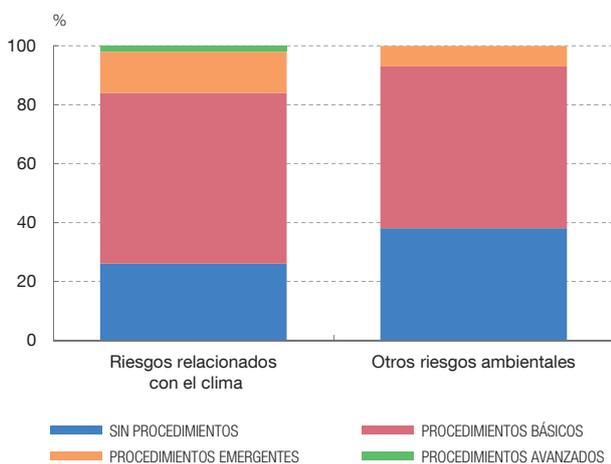
¹⁵ Véase Supervisión Bancaria del BCE, «*ECB report on good practices for climate stress testing*», diciembre de 2022.

Gráfico 3.7

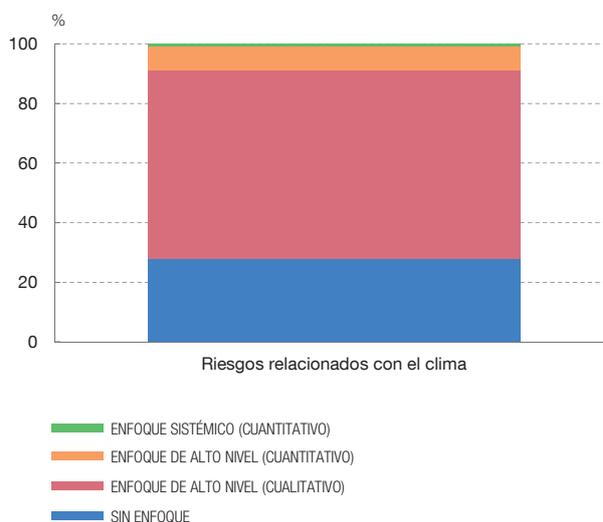
LA SUPERVISIÓN BANCARIA DEL BCE HA IDENTIFICADO DISTINTAS ÁREAS DE MEJORA DE LA GESTIÓN DE LOS RIESGOS MEDIOAMBIENTALES POR PARTE DE LAS ENTIDADES EUROPEAS (a)

En un informe temático, el BCE destaca la necesidad de que las entidades desarrollen enfoques granulares de medición y gestión del riesgo, a nivel de contrapartida o de activo, y de largo plazo. Los enfoques actuales se concentran en enfoques básicos o de alto nivel, e incluso se encuentran ausentes en algunas de las entidades analizadas. El BCE ha fijado de plazo hasta 2024 para que las entidades bancarias cumplan con las expectativas supervisoras fijadas en 2020.

1 EVALUACIÓN DE MATERIALIDAD PARA RIESGOS CLIMÁTICOS Y OTROS RIESGOS AMBIENTALES



2 ENFOQUES PARA LA GESTIÓN DE OTROS RIESGOS AMBIENTALES



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Muestra de 107 entidades de la unión bancaria. Para la evaluación de la materialidad de los riesgos relacionados con el clima (panel izquierdo), se toma el promedio de los cinco tipos de riesgo (crédito, mercado, liquidez, riesgo operacional y riesgo estratégico).

La JERS ha emitido una Recomendación sobre vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial (CRE, por sus siglas en inglés) en el EEE, con una orientación de medio plazo¹⁶. El análisis realizado por la JERS muestra que los desarrollos adversos en el sector inmobiliario comercial pueden tener un impacto sistémico negativo en el sistema financiero y la economía real. Se identifican también vulnerabilidades asociadas como el aumento de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras, que limitan el margen para refinanciar la deuda existente, y conceder nuevos préstamos, y el deterioro de las perspectivas de crecimiento tras la invasión rusa de Ucrania. Por este motivo, la JERS recomienda a las autoridades nacionales y de la UE que refuercen el

16 Recomendación JERS, de 1 de diciembre de 2022, sobre vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial en el Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9). Véase también JERS, «La JERS emite una recomendación sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario», nota de prensa del 25 de enero de 2023, y el informe JERS *Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector*, de enero de 2023.

seguimiento de los riesgos sistémicos derivados del sector inmobiliario comercial de cara a evaluar posibles actuaciones de política macroprudencial a partir de 2024¹⁷.

Los co-legisladores europeos han seguido avanzando en los trabajos de revisión de la normativa bancaria comunitaria para incorporar los últimos acuerdos de Basilea. La Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo aprobó en enero las propuestas de compromiso¹⁸ para el nuevo paquete de enmiendas al reglamento y la directiva de requerimientos de capital¹⁹ – conocidos como CRR III y CRD VI, respectivamente. El texto tiene como objetivo implementar las últimas reformas pendientes de Basilea III. Entre otros aspectos, la propuesta reconoce la relevancia de introducir un nivel mínimo (output floor) de recursos propios exigibles para la UE para lograr ponderaciones de riesgo comparables entre los bancos europeos y evitar que estas induzcan una variación excesiva en los requerimientos de capital. También destaca en la propuesta del Parlamento la limitación de cualquier posible extensión de períodos transitorios de implantación de la nueva normativa a un máximo de cuatro años y el establecimiento de mayores requisitos de información y divulgación en relación con los riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza. En este sentido, desde el Comité de Basilea se ha reiterado la importancia crítica de implementar los estándares de Basilea III en la normativa europea en su totalidad y de manera consistente, y tan pronto como sea posible²⁰.

La Comisión Europea (CE), a propuesta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), modificó a finales de 2022, de manera temporal, los requerimientos de colateral de las entidades de contrapartida central (ECC) para aliviar las presiones de liquidez en los mercados de derivados sobre energía²¹. El aumento de los riesgos geopolíticos durante 2022 ha afectado especialmente a los mercados de la energía, y se han registrado episodios puntuales de tensión en algunos países europeos, en particular en el mercado de derivados

17 En el ámbito de la supervisión microprudencial, el BCE ha llevado a cabo en 2022 una revisión temática de la gestión del riesgo en la concesión de crédito para propósitos inmobiliarios residenciales y comerciales, como se recoge en el *Informe Anual de Actividades de Supervisión* del BCE de 2022.

18 Véase Parlamento Europeo, «*Economic and Monetary Affairs Committee voted to finalise reforms of banking rules*», del 24 de enero de 2023, «*Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards requirements for credit risk, credit valuation adjustment risk, operational risk, market risk and the output floor*», de 9 de febrero de 2023 y «*REPORT on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2013/36/EU as regards supervisory powers, sanctions, third-country branches, and environmental, social and governance risks, and amending Directive 2014/59/EU*», de 10 de febrero de 2023.

19 Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 (*Capital Requirements Regulation* o CRR) y Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 (*Capital Requirements Directive* o CRD).

20 Véase «*Update on the work of the Basel Committee*», presentación del BCBS de 20 de octubre de 2022 e «*Implementing Basel III*» discurso del BCBS a cargo de Pablo Hernández de Cos, de 8 de febrero de 2022.

21 *Reglamento Delegado (UE) 2022/2311* de la Comisión de 21 de octubre de 2022 por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) n° 153/2013 en lo que respecta a medidas temporales de emergencia relativas a los requisitos de garantías reales.

energéticos. Ante esta situación, en septiembre de 2022 la CE solicitó²² el asesoramiento de la ESMA y la EBA. En su respuesta, la ESMA planteó²³ propuestas concretas para aliviar las presiones de liquidez de las contrapartidas no financieras activas en los mercados de gas y electricidad compensados en ECC con sede en la UE y para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros y energéticos europeos²⁴. En particular, se amplió temporalmente el conjunto de colaterales admisibles a las garantías bancarias no avaladas para las sociedades no financieras que actúen como miembros compensadores y a las garantías públicas para todo tipo de contrapartes. Por su parte, la EBA valoró²⁵ que las entidades de crédito estaban ofreciendo a las empresas energéticas una amplia gama de servicios para gestionar la volatilidad en los mercados de derivados sobre energía, considerando que no era necesario acometer cambios regulatorios en el ámbito bancario.

Así mismo, la CE publicó²⁶ una propuesta para la revisión del Reglamento de Infraestructura de Mercado Europeo (EMIR) con el objetivo de impulsar la Unión de los Mercados de Capitales. EMIR persigue mejorar el atractivo y la resiliencia de los servicios de compensación y armonizar las normas de insolvencia corporativa en el mercado interior de la UE, favoreciendo las inversiones transfronterizas, y aliviando las trabas administrativas para las empresas, especialmente las pymes, para potenciar su acceso a la financiación a través de los mercados. Otro objetivo de la norma es abordar los riesgos asociados a las exposiciones excesivas de los miembros compensadores y clientes de la UE a ECC de terceros países, para asegurar así la integridad y la estabilidad del sistema financiero de la UE. Para ello, se contempla obligar a los participantes de mercado a mantener cuentas activas en ECC domiciliadas en la UE para compensar, al menos, una parte de los servicios identificados como de importancia sistémica.

Comités globales

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) publicó en diciembre un documento de preguntas y respuestas para aclarar cómo capturar los riesgos financieros relacionados con el clima en el marco prudencial de Basilea²⁷. Este

22 Véanse las cartas de la CE a ESMA y a la EBA, «*Response to the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets*» de 13 de septiembre de 2022.

23 Véase respuesta de ESMA a la CE de 22 de septiembre de 2022.

24 Véase ESMA, «*ESMA Final Report Final Report Emergency measures on collateral requirements – draft Regulatory Technical Standards amending Commission Delegated Regulation (RTS) 153/2013*», de 14 de octubre de 2022.

25 Véase respuesta de la EBA a la CE «*Response regarding the current level of margins and of excessive volatility in energy derivatives markets*», de 22 de septiembre de 2022.

26 Véase CE, «*Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 648/2012, (EU) No 575/2013 and (EU) 2017/1131 as regards measures to mitigate excessive exposures to third-country central counterparties and improve the efficiency of Union clearing markets*», de 7 de diciembre de 2022.

27 Véase BCBS, «*Frequently asked questions on climate related financial risks*», del 8 de diciembre de 2022.

Gráfico 3.8

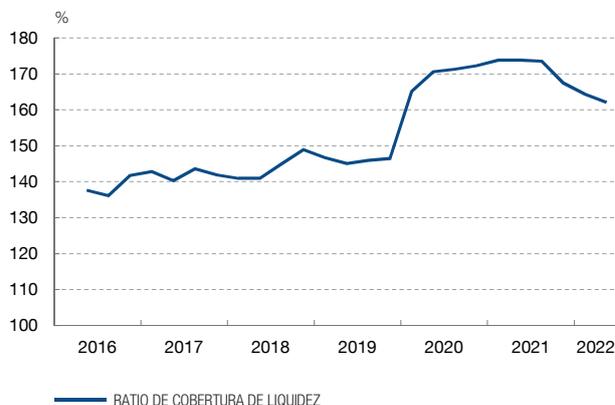
CON LA IMPLEMENTACIÓN DEL MARCO PRUDENCIAL DE BASELEA, QUE FUE REVISADO A RAÍZ DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL, LAS ENTIDADES BANCARIAS EUROPEAS HAN FORTALECIDO SUS RATIOS DE CAPITAL Y DE LIQUIDEZ (a)

El reforzamiento del marco regulatorio de capital y de liquidez tras la crisis financiera global de 2008 ha propiciado un aumento de las ratios de capital de las entidades bancarias europeas, en particular de la correspondiente al capital CET1 de máxima calidad, y la crisis de 2020-2021 asociada al COVID-19 no frenó este proceso. Igualmente, la ratio de cobertura de liquidez se ha reforzado, a lo que ha contribuido también la reacción de la política monetaria frente a la mencionada crisis sanitaria.

1 EVOLUCIÓN DE RATIOS DE CAPITAL



2 EVOLUCIÓN DE RATIO DE COBERTURA DE LIQUIDEZ



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Incluye la información de todas las entidades de crédito significativas al nivel más alto de consolidación en el área de la unión bancaria.

documento tiene como objetivo facilitar una interpretación coherente a escala mundial de los estándares existentes del Pilar 1 dadas las características únicas de los riesgos financieros relacionados con el clima y no debe interpretarse como un cambio en los estándares. Las respuestas son coherentes con los Principios del BCBS para la gestión y supervisión eficaces de los riesgos financieros relacionados con el clima²⁸.

El BCBS ha publicado también su tercer informe de evaluación²⁹ de las reformas de Basilea implementadas desde 2016. Este ejercicio supone la primera evaluación integral de cómo las reformas acordadas están afectando a la resiliencia bancaria y al riesgo sistémico, así como de los posibles efectos secundarios negativos sobre la concesión de crédito y los costes de capital de los bancos. El informe indica que las reformas implementadas han sido determinantes para el fortalecimiento de la resiliencia bancaria (véase gráfico 3.2.3) y muestra que las medidas de riesgo sistémico basadas en el mercado también han mejorado. El informe no encuentra

28 Véase BCBS, «Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks», de junio de 2022.

29 Véase BCBS, «Basel Committee evaluation shows that the implemented Basel III reforms contributed to increase bank resilience», nota de prensa del 14 de diciembre de 2022.

evidencia significativa de efectos secundarios negativos de las reformas, aunque reconoce una mayor complejidad regulatoria. Otros temas prioritarios para el BCBS³⁰ son los riesgos emergentes, los riesgos financieros relacionados con el clima, la revisión de las normas y directrices existentes, y la digitalización financiera — en la que se encuadran los criptoactivos (véase el recuadro 3.2 sobre los últimos desarrollos regulatorios en este ámbito) —. Además, el BCBS estudiará los recientes desarrollos financieros desencadenados en marzo de 2023, a fin de extraer conclusiones desde el punto de vista regulatorio y supervisor³¹.

El FSB ha publicado un informe con propuestas para abordar el riesgo sistémico en el ámbito de la intermediación financiera no bancaria (IFNB), identificada como una de las áreas más relevantes para la estabilidad del sistema financiero. Publicado en noviembre de 2022, tras tensiones notables en los mercados de materias primas y de bonos, el informe³² analiza las principales vulnerabilidades identificadas en los segmentos de fondos del mercado monetario y fondos abiertos. Estas están, especialmente relacionadas con los desajustes de liquidez, que se pueden producir, ante descensos repentinos del volumen de financiación, sobre todo por aumentos en las peticiones de reembolsos, y son más relevantes en condiciones de tensión en los mercados. En base a estas vulnerabilidades, en el informe se detallan propuestas enfocadas a promover el uso de herramientas de gestión de liquidez y a abordar el desajuste de liquidez estructural en los fondos abiertos. Por otra parte, el informe incluye propuestas para hacer frente a la prociclicidad de los márgenes en los mercados de valores y de derivados. El FSB considera la IFNB como uno de los temas más relevantes para la estabilidad financiera en los próximos años, y así lo ha reflejado en su programa de trabajo para este año.

El FSB también ha publicado una evaluación³³ de la efectividad de las recomendaciones emitidas en 2017 sobre desajustes de liquidez en fondos abiertos³⁴. Las recomendaciones tenían por objetivo mejorar el reporte regulatorio para facilitar los análisis sobre riesgos de liquidez, promover la introducción de medidas de gestión de liquidez desde el momento inicial de diseño del fondo y de manera continuada, fomentar el desarrollo de herramientas de gestión de la liquidez y promover las pruebas de resistencia a nivel de fondo y del sistema. El FSB concluye que, a pesar

30 Véase BCBS, «*Basel Committee work programme and strategic priorities for 2023/24*», del 16 de diciembre de 2022.

31 Véase BCBS, «*Basel Committee to review recent market developments, advances work on climate-related financial risks, and reviews Basel Core Principles*», nota de prensa del 23 de marzo de 2023.

32 Véase FSB, «*Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation, Progress Report*», y la sección *Planned deliverables under the FSB's NBF I Work Programme* de 10 de noviembre de 2022.

33 Véase FSB, «*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*», de 12 de enero de 2017 y «*Assessment of the Effectiveness of the FSB's 2017 Recommendations on Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds*», de 14 de diciembre de 2022.

34 Según la CNMV, un fondo abierto es un fondo de inversión que permite en cualquier momento la entrada y salida de partícipes, sin que el aumento o disminución en el número de participaciones suponga cambio alguno para el resto de los inversores.

de que se han realizado grandes avances en la implementación de las recomendaciones, las enseñanzas de estos años plantean nuevos retos, especialmente en relación con las herramientas de gestión de la liquidez, su uso y su efectividad en la identificación de las vulnerabilidades de estos fondos. Asimismo, IOSCO también ha publicado el informe de seguimiento de la recomendación sobre gestión de riesgo de liquidez en fondos de inversión³⁵, publicada en 2018.

35 Véase IOSCO, «*Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*», de febrero de 2018 y «*Thematic Review on Liquidity Risk Management Recommendations*», de noviembre de 2022

IMPACTO DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA CÍCLICA Y DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LOS IMPAGOS HIPOTECARIOS

El crédito hipotecario destinado a la compra de vivienda no solo es el principal componente de la deuda de los hogares españoles (según la Encuesta Financiera de las Familias, el 56,3 % de los hogares tenían deudas bancarias en 2020, de las cuales el 62,8 % eran hipotecarias), sino que, además, supone un importante segmento dentro de la cartera de crédito de las entidades financieras (42,8 % de crédito al sector privado residente en el negocio en España a finales de 2022). Ambos factores hacen que el análisis de su calidad crediticia sea esencial desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Por estos motivos, resulta de particular interés identificar los factores que determinan la evolución de los impagos hipotecarios, de forma que se pueda anticipar su realización e implementar medidas prudenciales para reducir su impacto¹. Para ello, es importante contar tanto con series temporales con suficiente profundidad histórica (que incluyan ciclos expansivos y recesivos), como con datos de una granularidad suficiente (que permitan distinguir las características básicas de las operaciones) y con una representatividad adecuada.

El objetivo de este recuadro es realizar un estudio de los principales determinantes de la probabilidad de impago en el flujo de nuevas hipotecas concedidas en España desde el año 2001, poniendo el foco en los factores macroeconómicos y en algunas características que recogen los estándares de concesión de estas operaciones, como son la ratio entre el importe de la operación y los ingresos del hogar, *Loan-to-Income* (LTI), o sobre el valor de la garantía, *Loan-to-Value*, (LTV), y en el nivel y la evolución de la renta del hogar (que capturaría *shocks* relacionados con la evolución del empleo, por ejemplo)²,

utilizando para ello la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE).

Esta base de datos es la candidata natural para este propósito, por su profunda dimensión temporal y su carácter de censo de todas las hipotecas concedidas en España, si bien su uso presenta también varios retos. Fundamentalmente, la serie histórica de la CIRBE dispone de información muy limitada sobre la situación de las personas físicas endeudadas y los colaterales aportados tanto en el momento de la concesión hipotecaria como durante la vida de la operación³. En particular, no incluye una medida de la LTI, al no recoger, en el período de este análisis, la renta del hogar, y la LTV solo se puede observar a nivel de operación desde 2016, año a partir del que comienza a declararse a la CIRBE el valor de las garantías de las hipotecas vivas.

Para solventar estas dificultades explotando toda la información disponible, se emplea el código postal de la persona de mayor edad entre los partícipes de una misma hipoteca (que se identifica como cabeza de familia). A partir del código postal, se obtiene una aproximación al nivel de renta del hogar, así como a su evolución temporal. Por otra parte, en aquellos análisis en los que se examinan los efectos de la ratio LTV, la muestra se restringe a las hipotecas vivas a finales de 2016, lo que limita parcialmente la representatividad de estos últimos resultados para el conjunto del crédito hipotecario concedido desde el año 2001.

La base de datos empleada en el análisis incluye una muestra representativa de hipotecas nuevas concedidas en cada mes desde 2001 hasta 2015⁴. Esta franja temporal

- 1 Estudios previos para el caso español incluyen el artículo de J. M. Casado y E. Villanueva. (2018). "Spanish household debt defaults: results of the Spanish Survey of Household Finances (2002-2014)". Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España, 35 p. 149-168; y el de J. E. Galán y M. Lamas. (2019). "Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain", Documentos de Trabajo - Banco de España, 1931.
- 2 El recuadro 3.1 del Informe de Estabilidad Financiera de Otoño de 2022 analizó el efecto de los estándares de concesión en la oferta de crédito hipotecario y en su calidad, en el caso de esta segunda métrica sobre la base de la información de hipotecas titulizadas de 1999 a 2007. El análisis actual basado en la CIRBE, más allá de confirmar con una base de datos más extensa la relevancia de los estándares de concesión sobre los impagos hipotecarios, permite analizar también el efecto sobre estos de los factores macroeconómicos y su interacción con los estándares de concesión.
- 3 Además, los datos históricos de la CIRBE no disponen de un identificador de operación, lo que dificulta distinguir los nuevos préstamos y, posteriormente, su seguimiento, requiriendo así para estos propósitos el llevar a cabo un análisis a nivel de acreditado. A su vez, se utiliza para la identificación de las observaciones de interés el criterio de presencia de garantía hipotecaria al 100 %, al no tener disponible para toda la serie histórica la finalidad de la operación.
- 4 Por razones de coste computacional se ha optado por emplear una muestra aleatoria del 10 % del total de hipotecas en CIRBE basada en la elección de un número particular de la cuarta posición del DNI o NIE del acreditado elegido como cabeza de familia del hogar, dentro del grupo de los partícipes de una misma hipoteca. Por otra parte, se han seleccionado las hipotecas con importes entre 20.000 y 1 millón de euros. La base de datos final contiene más de 1 millón y medio de hipotecas.

IMPACTO DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA CÍCLICA Y DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LOS IMPAGOS HIPOTECARIOS (cont.)

Gráfico 1
TASA DE IMPAGOS, LTI, LTV Y TASA DE VARIACIÓN DEL PIB ACUMULADA POR FECHA DE CONCESIÓN (a)

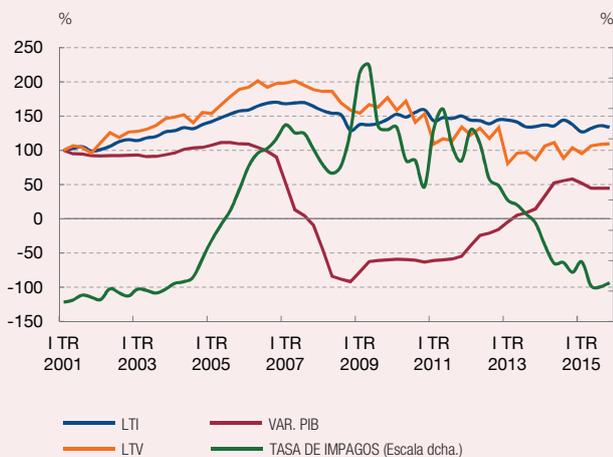


Gráfico 2
IMPACTO EN LA PROBABILIDAD DE IMPAGO HIPOTECARIO DE DISTINTAS PERTURBACIONES ADVERSAS (b)

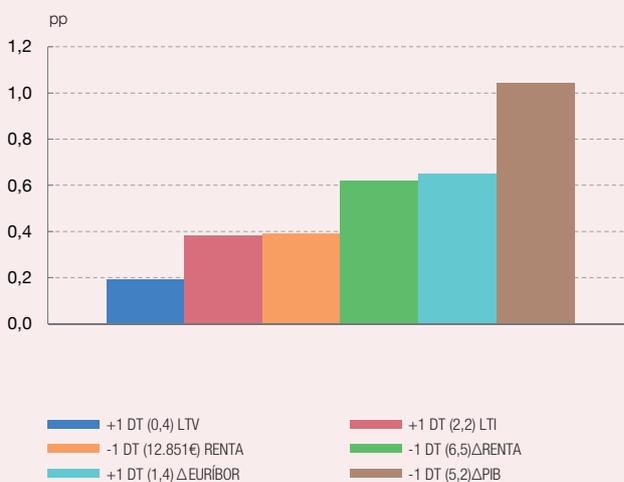


Gráfico 3
IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE IMPAGO DE LA VARIACIÓN DEL PIB EN -1 PP POR QUINTILES DE RENTA Y PARA DISTINTOS NIVELES DE LA VARIACIÓN DE LA RENTA (b) (c)

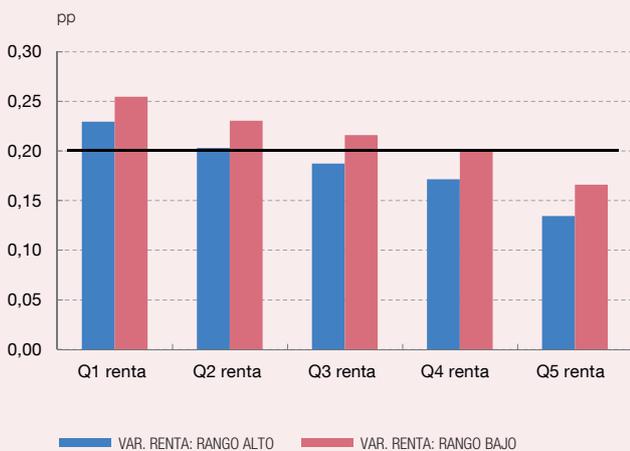
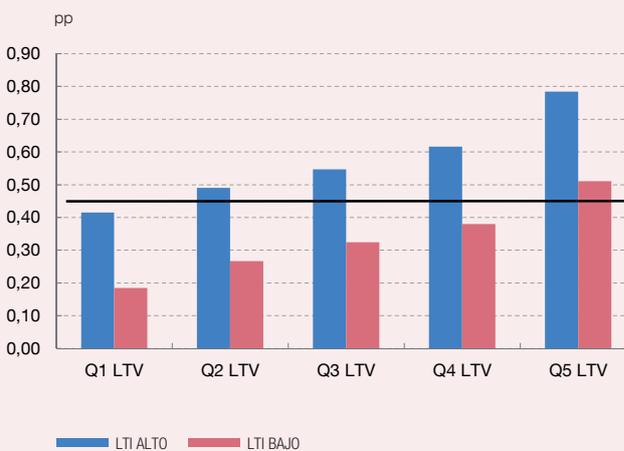


Gráfico 4
IMPACTO SOBRE LA PROBABILIDAD DE IMPAGO DE LA VARIACIÓN DEL EURIBOR EN +1 PP POR QUINTILES DE LTV Y PARA DISTINTOS NIVELES DE LTI (b) (d)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Agencia Tributaria.

- a El gráfico 1, por fecha de concesión de las nuevas hipotecas analizadas agrupadas de forma trimestral, muestra el valor medio de la LTI, la LTV y la variación de PIB acumulado en cuatro años (con referencia de 100 en enero de 2001), así como la tasa de impagos a 4 años vista.
- b Los gráficos 2, 3 y 4 muestran el efecto (en pp) de perturbaciones en ciertas variables sobre la probabilidad de impago del crédito hipotecario nuevo desde enero de 2001 hasta diciembre de 2015, empleando un modelo lineal de probabilidad que controla por características de la operación, del hogar y del banco que concede la financiación, así como por factores macroeconómicos y otros factores inobservables. En concreto, el gráfico 2 muestra el impacto directo de shocks sobre la renta, las ratios de LTI y la LTV, la variación de la renta (Δ RENTA), el euribor (Δ euribor) y la variación del PIB (Δ PIB). En cada caso, el tamaño del shock es de una desviación típica dentro de la muestra, a favor del incremento de la probabilidad de impago. Así, se consideran aumentos para LTI, LTV y Δ euribor, y descensos para el resto de las variables.
- c El gráfico 3 considera quintiles de renta y los grupos de la variación de la renta rango alto/rango bajo se realizan en función de la mediana de la distribución. La línea horizontal muestra el efecto medio de la bajada del PIB en 1 pp.
- d El gráfico 4 considera quintiles de LTV y los grupos de LTI alto/bajo se realizan en función de la mediana de la distribución. La línea horizontal muestra el efecto medio la subida de los tipos de interés en 1 pp.

IMPACTO DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA CÍCLICA Y DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LOS IMPAGOS HIPOTECARIOS (cont.)

permite disponer de información de la evolución de la calidad crediticia hipotecaria durante la crisis financiera global, el período de expansión que la precedió y la fase de recuperación posterior. Cada una de estas nuevas operaciones se sigue en el tiempo durante cuatro años para comprobar si entró en mora o no en algún momento de ese período (definiendo la situación de morosidad como aquella en la que existe presencia de impagos por un tiempo superior a los 90 días)⁵. Este evento de entrada en mora es precisamente lo que se trata de explicar en este trabajo. Esta base de datos se combina con información financiera de los bancos (proveniente de los reportes periódicos al Banco de España), así como con datos de renta bruta del hogar medio por código postal (proveniente de la Agencia Tributaria), y con variables macroeconómicas como el PIB o el tipo de interés euríbor.

El modelo incluye como variables explicativas características de la operación como las ratios LTI o LTV (esta última, solo en ciertas especificaciones), el número de partícipes, si alguno de ellos es extranjero, empresario individual o mujer, o el mes de concesión. Además, también añade características propias del hogar, como su renta bruta estimada, la evolución de ésta en los primeros cuatro años de la hipoteca, la edad del mayor partícipe, el hecho de tener alguna otra hipoteca o de haber tenido impagos pasados en el período 1999-2015 en otras hipotecas en el momento de la concesión.

Con respecto al perfil del banco que concede la operación se incluye su activo y ratios de apalancamiento, liquidez o rentabilidad, así como de morosidad, todas ellas previas al momento de la concesión. Dada la relevancia de los componentes macroeconómicos, la estimación recoge la evolución del PIB y de los tipos de interés desde el momento de la concesión a cuatro años vista. Por último, se llega a controlar por otros factores no observables de banco y, en alguna especificación, de código postal⁶.

A modo de ilustración, el Gráfico 1 muestra que tanto la frecuencia de impagos hipotecarios como los estándares de concesión, en particular las ratios LTI y LTV, presentan un elevado grado de variación cíclica. Por ejemplo, la probabilidad media de impago a cuatro años vista de la concesión hipotecaria para el conjunto de la muestra es de 3,6 %, pero el rango de la variable oscila entre valores que se aproximan al 1 % y al 8,5 %, en sus extremos inferior y superior.

Los resultados de la estimación muestran que las variables con un mayor impacto individual sobre la probabilidad de impago hipotecario son la presencia de hipotecas impagadas en el pasado (la probabilidad media aumentaría en 26 pp) o el hecho de que entre los partícipes haya un extranjero (la probabilidad se incrementaría en 10 pp). Ahora bien, el primer caso no llega a representar el 1 % de las nuevas hipotecas y el segundo supone un 5 % de las mismas, por lo que, a pesar de su impacto, no son los factores más relevantes desde una perspectiva sistémica. La probabilidad de presentar dificultades en el pago se incrementa en 0,9 pp si hay un empresario individual en el núcleo familiar⁷, en un 0,5 pp si el partícipe de mayor edad tiene menos de 55 años y en 2,2 pp si el hogar tiene más de una hipoteca⁸. Por otra parte, si entre los partícipes hay alguna mujer es algo menos probable el impago futuro (una reducción de 0,1 pp).

En cuanto al peso de la hipoteca sobre la renta en el momento de su concesión, un incremento de una desviación típica (DT) en la LTI (equivalente a 2,2 unidades) aumentaría la probabilidad de impago en 0,4 pp, mientras que una menor renta del hogar en el momento de la concesión (reducción de una DT, esto es 12.851€) estaría asociada a un incremento de la probabilidad de impago de 0,4 pp (ver Gráfico 2). En particular, se comprueba que el efecto de la renta es no lineal, de forma que para el 20 % de los hogares más ricos la probabilidad de incumplimiento

5 Los cuatro años se han establecido para no considerar la crisis del COVID-19 para las concesiones de hipotecas en las fechas más recientes de la muestra, por las características particulares de este período. Los resultados son similares en caso de emplear un horizonte de cinco o seis años.

6 Los errores estándar se corrigen por la posibilidad de correlaciones a nivel de fecha de concesión de la operación, banco y código postal.

7 La condición de empresario individual está asociada a una mayor volatilidad de la renta del hogar. El resultado es similar al encontrado en el caso europeo por J. Gaudêncio, A. Mazany y C. Schwarz (2019). "The impact of lending standards on default rates of residential real estate loans". ECB, Occasional Paper Series.

8 Al utilizar en este estudio una estimación de renta a nivel de código postal, las variables socio-económicas cuyos impactos se describen en este párrafo pueden proporcionar información adicional sobre el componente individual no observado de la renta, pero también contendrían información específica diferencial, por ejemplo, sobre el grado de arraigo. Los efectos de este factor en el crédito hipotecario han sido por ejemplo estudiados en J. E. Galán, M. Lamas y R. Vegas. (2022). "Roots and recourse mortgages: handing back the keys". Documentos de Trabajo - Banco de España, 2203.

IMPACTO DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA CÍCLICA Y DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LOS IMPAGOS HIPOTECARIOS (cont.)

se reduciría en 1 pp, reducción que llegaría a 1,3 pp para el 10 % superior. Por último, si en vez del nivel de renta del hogar, examinamos la variación temporal de ésta, un descenso de 1 DT (6,5 pp) entre el momento de concesión y los primeros cuatro años de vida de la operación hipotecaria provocaría un aumento de la probabilidad de impago de 0,6 pp⁹. La evolución de la renta del hogar presenta una asociación muy cercana en la mayoría de los hogares con la situación laboral de sus miembros, y es utilizada como aproximación de esta para los propósitos de este estudio.

El ejercicio con las hipotecas para las que se dispone de información sobre LTV (67 % en número de operaciones), revela que los resultados obtenidos sobre las distintas variables y discutidos en los párrafos anteriores son cualitativamente similares. El efecto de la ratio LTV sobre la probabilidad de impago es muy poco lineal, con un aumento abrupto a partir del umbral del 94 % de valor de LTV. Así, un aumento de la ratio de LTV por encima de este umbral conllevaría un incremento de la probabilidad de incumplimiento en 0,4 pp.

Con relación a los factores macro, el aumento de 1 DT (1,4 pp) de los tipos de interés de referencia euríbor en algún momento de los cuatro años de vida de la operación llevaría asociado un incremento de la posibilidad de impago de 0,6 pp, mientras que una caída del PIB de 1 DT (5,2 pp) provocaría un aumento de 1 pp. En otros términos, una subida de 1 pp de los tipos de interés euríbor conllevaría un incremento de 0,4 pp en la probabilidad de impago¹⁰, mientras que una bajada de 1 pp en el PIB la aumentaría en 0,2 pp¹¹.

Es de destacar que los efectos del nivel y evolución de la renta individual del hogar se ven condicionados por la situación del ciclo económico (véase, gráfico 3). Así, en un momento recesivo de la actividad, para un hogar con una evolución negativa de su renta (por motivos laborales, por ejemplo) o con un nivel de renta inferior (hogares

estructuralmente más vulnerables), los efectos sobre el impago se verían agravados. Así, una DT de caída del PIB (5,2 pp) unida a una reducción de la renta individual del hogar (en 1 DT, 6,5 pp) aumentaría la probabilidad de impago en 1,1 pp. Es más, la probabilidad de entrar en mora aumentaría en 1,2 pp para hogares de menor renta (descenso de 1 DT, 12.851 euros). Todos estos efectos serían adicionales a los ya asociados al menor nivel de renta individual o su variación adversa.

Por su parte, el cambio en los tipos de interés de referencia muestra un mayor impacto sobre hogares que presentaban un mayor nivel de las ratios LTI o LTV en origen (véase gráfico 4) o han experimentado un *shock* negativo en su renta. Así, el efecto de una subida de tipos (1 DT, 1,4 pp) entre las hipotecas de mayor LTI (incremento de esta ratio en 1 DT, 2,2) duplicaría su impacto al incrementarse en 1,3 pp, y si se diese entre hogares con recortes de renta (descenso de 1 DT, 6,5 pp), la probabilidad de incumplimiento escalaría 0,9 pp. Además, el efecto de una subida en los tipos de interés de referencia es mayor entre las hipotecas con un LTV elevado (superior al umbral 94 %), en cuyo caso el impacto se elevaría en 0,8 pp. De nuevo, estos efectos negativos agregados de la perturbación de una variable macro, los tipos de interés en este caso, son aditivos a los efectos individuales de la renta.

Los resultados anteriores ponen de manifiesto que tanto la evolución macroeconómica como el nivel de renta de los hogares y los estándares de concesión de préstamos son factores que tienen un impacto significativo en la calidad crediticia de las hipotecas.

Unos criterios de concesión prudentes en términos de LTI y de LTV reducen las probabilidades de impago hipotecario, tanto por su efecto directo en términos de menor endeudamiento y mayor capacidad de pago, como sobre la composición de la cartera hipotecaria en términos del perfil de riesgo global de los acreditados. En este sentido,

9 Ante una caída de 1 pp de la renta del hogar en ese período de cuatro años, la probabilidad de impago aumentaría en 0,1 pp.

10 Para las fechas analizadas la CIRBE no dispone de información sobre si el tipo de interés de la hipoteca es fijo o variable, si bien, según el Instituto Nacional de Estadística (INE), más del 96 % de las hipotecas sobre vivienda concedidas entre 2003 y 2015 lo hacían a tipo variable. Llevando a cabo un ejercicio similar al efectuado para el valor de las garantías (esto es, recabando este dato de las hipotecas vivas en 2018), se observa que, como era de esperar, las hipotecas a tipo fijo no se ven afectadas por la evolución del euríbor.

11 Hay que tener en cuenta que, en los últimos cinco años, según el INE, el 52,5 % de las nuevas hipotecas sobre vivienda se concedieron a tipo fijo, lo que haría a este segmento más resiliente frente a subidas de tipos de interés.

IMPACTO DE LA SITUACIÓN MACROECONÓMICA CÍCLICA Y DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN EN LOS IMPAGOS HIPOTECARIOS (cont.)

la estabilidad de estas ratios en años recientes en niveles moderados en perspectiva histórica representaría un factor de resiliencia de la calidad de este tipo de préstamos.

Sin embargo, la subida de tipos de interés que se viene experimentando desde 2022 está siendo muy elevada, lo que presionaría la capacidad de pago de los hogares, y existen tanto expectativas como riesgos al alza vinculados con mayores subidas de tipos de interés. Todos estos

factores de riesgo afectarían en mayor medida a hogares más vulnerables con niveles de renta inferiores. Por todo ello, es importante un seguimiento continuo y cuidadoso por parte de los bancos de los deterioros de la calidad de esta cartera. Igualmente, un uso adecuado de las posibilidades de reestructuración, analizadas en el capítulo temático de este IEF, puede ser beneficiosa tanto para los bancos como para los hogares afectados, por eso una adecuada implementación de estas resulta crucial.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

El origen del ecosistema de los criptoactivos se basaba en un proceso descentralizado de toma de decisiones consensuadas, que sería posible mediante una sofisticada tecnología criptográfica basada en cadenas de bloques de información que dan lugar a una secuencia de registros descentralizados¹. Múltiples autoridades nacionales e internacionales han venido advirtiendo de los riesgos² para la estabilidad financiera asociados a este ecosistema desregulado, en particular si se convirtiera en un medio de ahorro sustituto de los depósitos bancarios o en un medio de pago dominante.

La materialización reciente de correcciones abruptas de valor, su posterior recuperación, implicando una volatilidad elevada, la desaparición en la fase de corrección de la liquidez de algunos instrumentos en los mercados de criptoactivos y las interconexiones con los bancos puestas de manifiesto por las dificultades de algunos bancos de tamaño mediano de EE.UU. desde el primer trimestre de 2023 justifican aquellas advertencias y las iniciativas regulatorias europea e internacional que se describen en este recuadro —reglamento MiCA y estándares prudenciales del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés)—. No obstante, estas iniciativas no regulan este ecosistema de forma completa. Las autoridades continúan trabajando para proteger a los inversores individuales y acotar las externalidades sobre el sistema financiero en su conjunto, ya que el sector de los criptoactivos sigue presentando riesgos elevados.

Reglamento MiCA

Este reglamento define los criptoactivos como una representación digital de un valor o un derecho que puede transferirse o almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro descentralizado o una tecnología similar. Sin embargo, no todos los instrumentos que cumplen esta definición están cubiertos por esta normativa³.

Los criptoactivos sujetos al MiCA se clasifican del siguiente modo:

- a) Los *electronic money tokens* (EMT) son un tipo de criptoactivos que, a fin de mantener un valor estable, se referencian al valor de una moneda oficial. Se consideran dinero electrónico. Toda persona que, en la Unión Europea (UE), oferte públicamente EMT o solicite su admisión a negociación deberá ser el emisor de esos EMT y estar autorizada como entidad de crédito o como entidad de dinero electrónico, publicar un libro blanco de criptoactivos y notificarlo a la autoridad competente.
- b) Los *asset-referenced tokens* (ART) son un tipo de criptoactivos, distintos de los EMT, que pretenden mantener un valor estable referenciado a otro valor o derecho, o a una combinación de ambos; por ejemplo, una o varias monedas oficiales de un país. Toda persona que oferte públicamente ART en la UE, o solicite su admisión a negociación, deberá ser el emisor de esos ART y ser una persona jurídica o una empresa establecida en la UE debidamente autorizada por la autoridad competente, o una entidad de crédito que elabore un libro blanco y obtenga la correspondiente aprobación de este último por la autoridad competente.
- c) Los demás criptoactivos, distintos de los anteriores, incluidos en el ámbito del reglamento. Una persona que pretenda ofrecer públicamente en la UE estos criptoactivos, o solicitar su admisión a negociación en la UE, no estará sujeta a autorización, pero deberá cumplir varias obligaciones. Entre otras, deberá constituirse en persona jurídica y elaborar un libro blanco (*white paper*), que deberá notificar a la autoridad competente, y publicarlo.

El reglamento contiene diversas previsiones sobre la autorización, supervisión, operativa, organización y

1 La tecnología de registro que utilizan la mayor parte de los criptoactivos se denomina blockchain (traducido como «cadena de bloques»), que es una clase específica de tecnología DLT (*Distributed Ledger Technology*). El término DLT es amplio y se refiere a bases de datos descentralizadas que son gestionadas por varios usuarios y que emplean diversos recursos técnicos (por ejemplo, criptografía) para implementar características deseadas, como niveles de transparencia y seguridad. Pueden consultarse detalles adicionales sobre las características tecnológicas de los criptoactivos en Carlos Conesa. (2019). "Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema?". Documentos Ocasionales - Banco de España, 1901.

2 Véase, por ejemplo, la *Declaración Conjunta* del 3 de enero de 2023 de la Reserva Federal y otras autoridades de Estados Unidos sobre los riesgos de los criptoactivos para el sector bancario. A escala europea, véase, por ejemplo, el *aviso a los consumidores* del 17 de marzo de 2022 de los reguladores financieros europeos. En el ámbito nacional, véase, por ejemplo, el *capítulo especial* sobre estos instrumentos del IEF de primavera de 2022.

3 El reglamento no se aplica, entre otros, a los criptoactivos que se consideren instrumentos financieros, fondos u otros productos ya regulados en la legislación sobre servicios financieros. Tampoco se aplica a los criptoactivos únicos y no fungibles con otros criptoactivos. Asimismo, tampoco se aplica al Banco Central Europeo o a los bancos centrales nacionales de los Estados miembros de la UE cuando actúen en su condición de autoridad monetaria, es decir, no se aplicaría al dinero digital de bancos centrales.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO (cont.)

gobernanza de los emisores de los criptoactivos antes señalados.

El reglamento también regula la prestación de servicios sobre criptoactivos en la UE. Esa prestación puede efectuarse tanto por entidades que obtengan la correspondiente autorización para proveer esos servicios como por determinadas entidades ya reguladas en la normativa vigente (entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, entidades de dinero electrónico, etc.). El reglamento no se aplica, sin embargo, a los servicios sobre criptoactivos que se prestan de forma totalmente descentralizada sin intermediarios⁴.

Los servicios sobre criptoactivos regulados en el MiCA son los siguientes:

- a) Custodia y administración de criptoactivos por cuenta de clientes.
- b) Explotación de una plataforma de negociación de criptoactivos.
- c) Canje de criptoactivos por fondos o por otros criptoactivos.
- d) Ejecución de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de clientes.
- e) Colocación de criptoactivos.
- f) Recepción y transmisión de órdenes relacionadas con criptoactivos por cuenta de clientes.
- g) Asesoramiento sobre criptoactivos.
- h) Gestión de carteras sobre criptoactivos.
- i) Prestación de servicios de transferencia de criptoactivos por cuenta de clientes.

En relación con los proveedores de estos servicios, se regulan determinados aspectos de carácter organizativo, de información a los clientes, de salvaguarda de sus

fondos, y otros relacionados con conflictos de intereses o con la externalización. El reglamento contiene, además, diversas provisiones sobre prevención y prohibición del abuso de mercado en relación con los criptoactivos.

Las potestades supervisoras de las autoridades competentes incluyen la posibilidad de efectuar inspecciones *in situ*, requerir información, suspender actividades, etc., así como la posibilidad de prohibir o restringir, de forma temporal, la comercialización de determinados criptoactivos.

Se prevé que el reglamento entre en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*. Resultará de aplicación a los 18 meses de la entrada en vigor, a excepción de la regulación de los ART y de los EMT, que será de aplicación a los 12 meses. En este plazo, será necesario que la ABE complete desarrollos normativos de segundo nivel (RTS, *regulatory technical standards*, e ITS, *implementing technical standards*) y de tercer nivel (guías). Además, MiCA prevé un plazo de hasta 18 meses adicionales (que los Estados miembros pueden reducir o eliminar) para que los proveedores de criptoactivos que ya operasen con anterioridad de acuerdo con legislación nacional preexistente se adapten a los requisitos establecidos en este Reglamento. La evaluación de este nuevo marco normativo no será así posible de forma inmediata, siendo necesario que transcurra el período para su aplicación efectiva y, posteriormente, tiempo adicional para que surtan todos sus efectos sobre este sector.

Estándares prudenciales del Comité de Basilea sobre exposiciones bancarias a criptoactivos

En diciembre de 2022⁵, el BCBS publicó la versión final del estándar sobre el tratamiento prudencial de las exposiciones bancarias a criptoactivos. El estándar es de aplicación para todos los criptoactivos, con la excepción de las monedas digitales de bancos centrales (CBDC, por sus siglas en inglés), cuyo tratamiento será abordado en el futuro, a medida que estas se vayan emitiendo. La fecha de implementación acordada es el 1 de enero de 2025.

El tratamiento prudencial se establece en función del cumplimiento de una serie de condiciones, que determinarán

4 Ejemplo de ello puede ser la concesión de préstamos en criptoactivos mediante el uso de aplicaciones que funcionan de forma completamente descentralizada.

5 BCBS. (2022). "Prudential treatment of crypto-asset exposures", diciembre.

6 Los activos tradicionales tokenizados se definen en el estándar como representaciones criptográficas de activos tradicionales que usan la tecnología de registro descentralizado (DLT) o similar en su registro. Las *stablecoins* se definen como criptoactivos que buscan mantener un valor estable en relación con un activo específico o con una cesta de activos.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO (cont.)

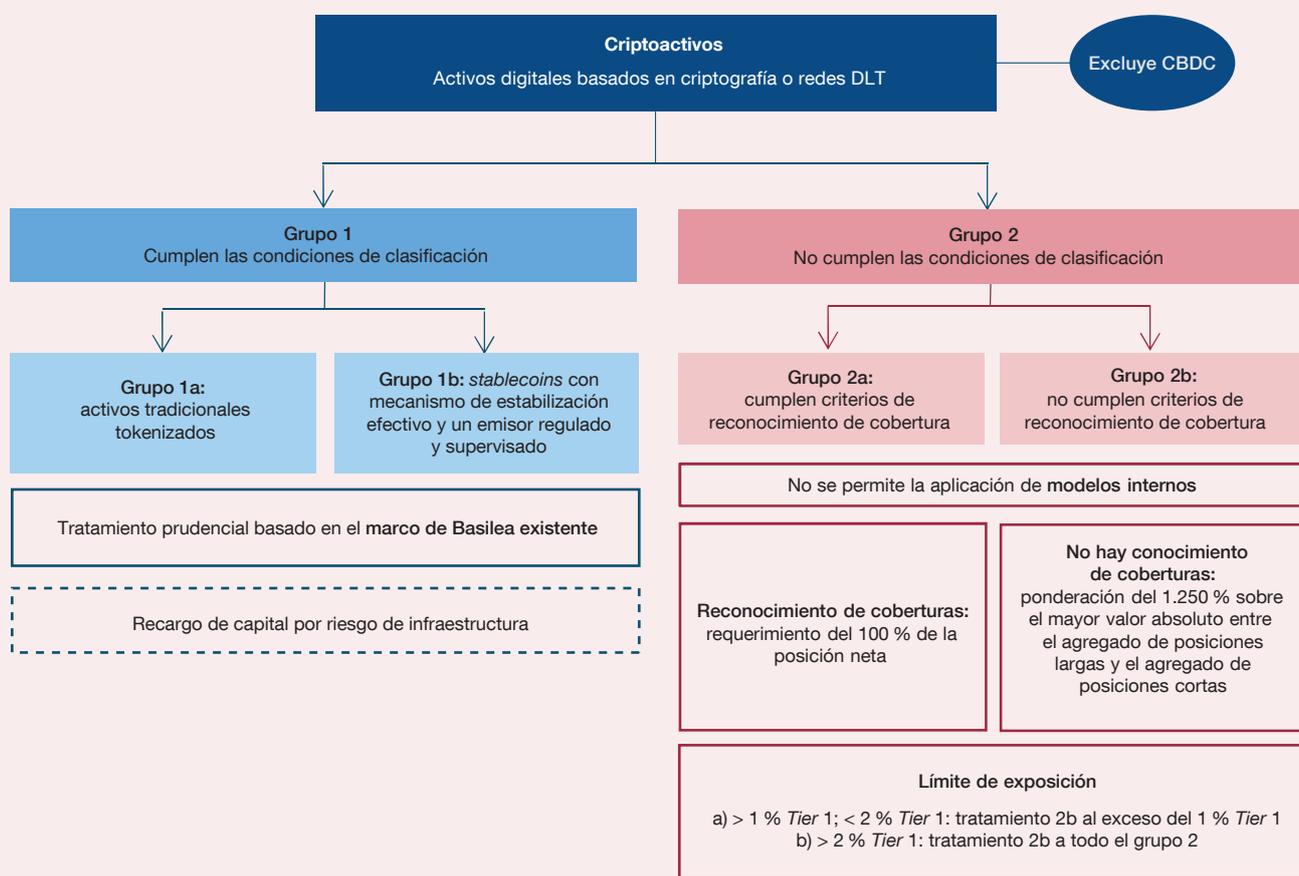
la clasificación de los criptoactivos en dos grupos. En el grupo 1 quedarán clasificados aquellos que cumplan íntegramente las condiciones; en caso contrario, serán clasificados en el grupo 2, que implica requerimientos prudenciales más estrictos. Cada uno de estos grupos se divide, a su vez, en otros dos subgrupos (véase esquema 1).

El grupo 1 está integrado por activos tradicionales tokenizados y por *stablecoins*⁶ cuyo emisor esté regulado y supervisado, quedando sujeto a requerimientos prudenciales de capital y de liquidez. Los primeros deben demostrar el mismo nivel de riesgo de crédito y mercado que su forma tradicional. En el caso de las *stablecoins*, el estándar exige que cuenten con un mecanismo de

estabilización que vincule, de forma efectiva, su valor al de los activos tradicionales de referencia (por ejemplo, el dólar)). La efectividad del mecanismo se valorará, entre otros criterios, mediante el cumplimiento de un test de riesgo de reembolso, que asegure que los activos que componen la reserva —que actúan como garantía de la *stablecoin*— son suficientes, en todo momento, para garantizar el reembolso total a su valor de referencia.

Además, para que un activo tradicional tokenizado o una *stablecoin* pueda clasificarse en el grupo 1 debe cumplir otros requisitos relativos a la definición de los aspectos legales, la seguridad de la red o la regulación de los agentes participantes⁷. En la práctica, estos requisitos excluirán los

Esquema 1
CLASIFICACIÓN DE CRIPTOACTIVOS DEL BCBS PARA EL TRATAMIENTO PRUDENCIAL DE LAS EXPOSICIONES BANCARIAS



FUENTES: Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y Banco de España.

7 Todos los derechos y las obligaciones del criptoactivo deben estar claramente definidos y ser legalmente ejecutables en todas las jurisdicciones en las que se emite y se negocia; todas las transacciones y participantes deben ser rastreables, y las entidades que realizan funciones clave (por ejemplo, emisión, validación, reembolso y transferencia) deben estar sujetas a políticas y procedimientos de gestión del riesgo adecuados. Además, se requiere que las entidades que realizan funciones de reembolso, liquidación, transferencia, custodia o gestión de la reserva, incluyendo los nodos validadores, estén reguladas y supervisadas, o bien sujetas a estándares apropiados de gestión de riesgo.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO (cont.)

criptoactivos negociados en redes públicas o no basadas en permisos.

Los criptoactivos que cumplan dichas condiciones de clasificación (grupo 1) tendrán unos requerimientos de capital esencialmente basados en el marco de Basilea existente. Así, en el caso de los activos tradicionales tokenizados, serán equivalentes a los previstos en Basilea para los activos financieros tradicionales. En el caso de las *stablecoins*, el estándar tiene en cuenta sus características singulares, y el cálculo del ponderador de riesgo considera tanto el riesgo asociado al emisor como el del activo de referencia, el de los activos que componen la reserva y el del agente responsable de ejecutar el reembolso, así como el de cualquier intermediario involucrado.

Los activos tradicionales tokenizados o las *stablecoins* que no cumplan con todas las condiciones de clasificación en el grupo 1 se clasificarán en el grupo 2. Esta segunda categoría incluye, además, todos los criptoactivos sin respaldo de activos tradicionales. Para los criptoactivos del grupo 2, en la medida en que incorporan mayores riesgos, el estándar prevé un tratamiento específico más exigente. Asimismo, dentro del grupo 2 se han establecido una serie de criterios (relacionados, entre otros, con el volumen de negociación o la disponibilidad de datos para la valoración)⁸ cuyo cumplimiento permitiría aplicar un cierto grado de coberturas (grupo 2a). En caso contrario, el estándar prohíbe la compensación de posiciones (grupo 2b).

Así, los criptoactivos del grupo 2a estarán sujetos a un requerimiento de capital del 100 % de la exposición neta —entre el agregado de posiciones largas y cortas— para cada tipo de criptoactivo⁹. Por su parte, para los criptoactivos del grupo 2b se aplicará un ponderador del 1250 % al valor absoluto del mayor entre el agregado de las posiciones largas y cortas. No se permite, por tanto, la compensación de posiciones.

Por último, el estándar incorpora dos especificidades adicionales, en concreto:

- a) Un potencial recargo, que decidirán las autoridades competentes, relativo al riesgo de infraestructura, aplicable a los criptoactivos del grupo 1, para reflejar posibles riesgos derivados de la infraestructura tecnológica subyacente. Este recargo será establecido inicialmente en el 0 % y podrá ser activado (sin límite previsto) sobre la base de las evaluaciones ad hoc realizadas por las autoridades.
- b) Un límite a la exposición (directa o indirecta) a los criptoactivos del grupo 2¹⁰. En términos generales, la exposición total a los criptoactivos del grupo 2 no debe superar el 1 % del capital *Tier 1* de la entidad, aunque se deja un margen de hasta el 2 % asociado a diferentes penalizaciones. De superarse esos límites, los requerimientos de capital se verían incrementados.

Perspectivas futuras

El BCBS seguirá revisando algunos aspectos del estándar prudencial, dadas la corta experiencia con estos instrumentos y la rápida evolución que han mostrado. Asimismo, el plan de trabajo del BCBS prevé seguir evaluando los avances de los bancos en relación con los mercados de criptoactivos, incluyendo su papel como emisores de *stablecoins*, las prácticas de gestión de riesgo como custodios de criptoactivos y posibles interconexiones. Además, el Comité continuará colaborando con otros organismos internacionales de fijación de estándares y con el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) para garantizar un tratamiento global consistente de los criptoactivos.

Otras autoridades nacionales y supranacionales trabajan también en la ampliación del alcance de otras reglas

8 En concreto, (i) el criptoactivo debe ser una posición directa (spot) del que existe, al menos, un derivado, un exchange-traded fund (ETF) o una exchange-traded note (ETN) referenciado únicamente a dicho criptoactivo y negociado en un mercado organizado; o bien, un derivado, EFT o ETN, referenciado a un criptoactivo del Grupo 2 negociado en un mercado organizado o aprobado por la autoridad de mercados para su negociación, o, en el caso del derivado, que sea compensado en una cámara de contrapartida central cualificada (QCCP); o un derivado o ETF/ETN referenciados a un derivado que cumpla la condición descrita; o un derivado o ETF/ETN que referencie la tasa de referencia del criptoactivo publicada por un mercado regulado; (ii) la capitalización de mercado media del criptoactivo durante el último año debe superar los 10.000 millones de dólares; y la media troncada al 10 % del volumen diario de negociación del año anterior debe superar los 50 millones de dólares; y (iii) deben existir más de 100 observaciones de precio durante el último año, así como información suficiente respecto a volúmenes de negociación y capitalización del criptoactivo.

9 Solo los productos negociados en mercados regulados o compensados en cámaras de contrapartida central cualificadas podrán ser utilizados para calcular la posición neta. Asimismo, solo se permitirá la compensación de posiciones con productos negociados en el mismo mercado o plataforma. Además, bajo la opción del método estándar simplificado, se limita la cobertura al 65 % del valor absoluto de la menor entre la posición larga y la corta.

10 A efectos del límite, la exposición se calculará como el agregado de las posiciones individuales a cada criptoactivo, tomando la mayor posición entre el valor absoluto de las posiciones largas y cortas.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO (cont.)

relevantes. Así, los sucesivos episodios de crisis del ecosistema de criptoactivos registrados durante 2022 no solo han justificado el impulso regulatorio ya descrito, sino que han estimulado las iniciativas en curso, por ejemplo, en el FSB o en la Junta Europea de Riesgo Sistémico, para controlar el riesgo que presentan los criptoconglomerados o el de los protocolos de servicios financieros descentralizados (DeFi, por sus siglas en inglés).

La bancarrota de FTX ha sido especialmente reveladora de los riesgos de agencia y de fraude que presentan estructuras de contratación centralizadas, interconectadas y opacas. FTX operaba dentro del mismo grupo empresarial, tanto una plataforma de intercambio como un fondo de criptoactivos. La ausencia de separación y controles entre ambas actividades permitió el desvío de fondos de clientes, hasta que salieron a la luz los problemas de solvencia subyacentes. En ese momento, se precipitó la venta masiva de los tokens nativos de FTX, con la consiguiente pérdida de valor (véase el panel izquierdo del gráfico 1) y, en última instancia, un proceso de contagio a una diversidad de compañías muy conectadas con FTX.

La caída de FTX ha puesto en una situación financiera compleja a diversos proveedores de servicios de criptoactivos: a prestamistas de criptoactivos, como BlockFi y Genesis, a Gemini, una plataforma de intercambio

estrechamente relacionada con Genesis y, en general, a toda una lista de entidades internas al ecosistema de FTX. Esta sucesión de episodios de contagio no ha tenido consecuencias sistémicas para el conjunto del sector bancario, que hasta el momento mantiene exposiciones reducidas al conjunto del sector de los criptoactivos, una situación a la que han contribuido los mensajes de advertencia de las autoridades.

Algunos segmentos del mercado de criptoactivos, en particular DeFi, no han llegado a ser afectados por la crisis de FTX. Sin embargo, DeFi presenta sus riesgos propios. Así, el colapso del complejo Terra/Luna (véase el panel derecho del gráfico 1) ya hizo saltar las alarmas sobre los riesgos específicos a un ecosistema con interconexiones y operativa novedosas. Las autoridades continúan destacando los riesgos que presenta mientras se avanza en una solución regulatoria para abordarlos.

Las marcadas correcciones a la baja en 2022 de las valoraciones de los criptoactivos han reducido a corto plazo el riesgo sistémico potencial que representan estos instrumentos. Sin embargo, esta evolución reciente no permite excluir nuevas expansiones en el futuro. De hecho, con los datos disponibles de 2023, se observa de nuevo una expansión rápida de las valoraciones de algunos de esos activos.

Gráfico 1
COTIZACIÓN DE ALGUNOS CRIPTOACTIVOS FRENTE AL DÓLAR

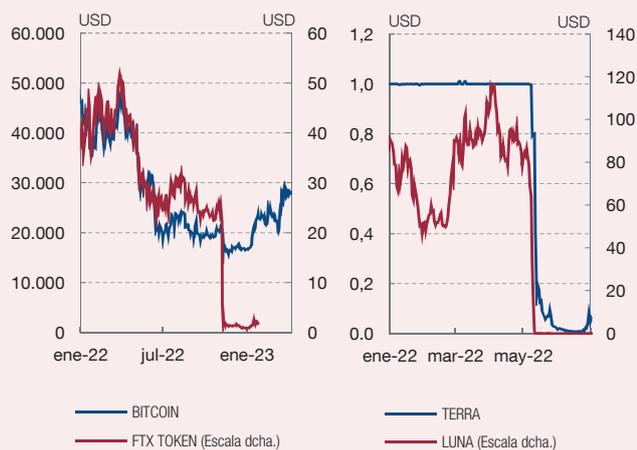
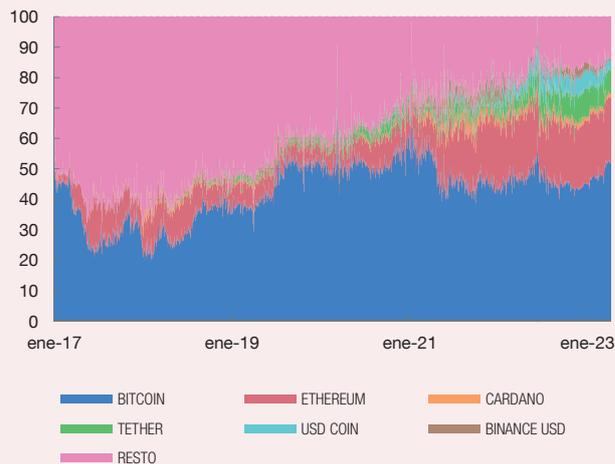


Gráfico 2
CUOTAS DE LA CAPITALIZACIÓN DE LOS PRINCIPALES CRIPTOACTIVOS SIN RESPALDO Y DE STABLECOINS SOBRE EL TOTAL (a) (b)



FUENTE: Consejo de Estabilidad Financiera, Refinitiv y CoinMarketCap.

- a Cada área del gráfico recoge el peso del valor de mercado de cada criptoactivo sobre el total de los criptoactivos representados. *Bitcoin*, *ethereum* y *cardano* son criptoactivos sin respaldo, mientras *Tether*, *USD Coin* y *Binance USD* son *stablecoins*.
- b El valor de mercado total de los criptoactivos se estima a partir de datos de un informe del FSB (*Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets*) y teniendo en cuenta la evolución del *MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index*, un índice de criptoactivos.

DESARROLLOS REGULATORIOS RECIENTES SOBRE CRIPTOACTIVOS Y PERSPECTIVAS DE FUTURO (cont.)

Entre los escenarios posibles para el mercado de criptoactivos, es razonable considerar la posibilidad de una mayor concentración en aquellos instrumentos que muestren una mayor estabilidad y menor perfil de riesgo. De hecho, en la serie histórica disponible se observa una mayor concentración progresiva en un número más reducido de instrumentos (véase gráfico 2). Si esta evolución se consolidara, parece difícil que no acentúe las interconexiones con el sistema financiero tradicional, por ejemplo, a través de stablecoins con respaldo de activos tradicionales. Si bien ciertos riesgos operativos se verían

plausiblemente reducidos en ese escenario, un potencial mayor tamaño del sector de criptoactivos y la mayor interrelación con el sistema financiero tradicional podrían elevar en cualquier caso el riesgo sistémico que representa. De hecho, la crisis de algunos bancos de tamaño mediano en EE.UU. ha reflejado claramente cómo los depósitos que estas stablecoins mantienen en las entidades como parte de los activos de reserva pueden ser un canal de contagio de las vulnerabilidades. Es importante, por tanto, que la regulación continúe adaptándose a esta y a otras dinámicas del sector para prevenir que este sea el caso.

Temático

**CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS SOBRE LAS DEUDAS HIPOTECARIAS
VINCULADAS A LA VIVIENDA HABITUAL Y MEDIDAS COMPLEMENTARIAS**

T CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS SOBRE LAS DEUDAS HIPOTECARIAS VINCULADAS A LA VIVIENDA HABITUAL Y MEDIDAS COMPLEMENTARIAS

La crisis financiera global tuvo importantes consecuencias para los deudores hipotecarios en términos de ajustes de su nivel de gasto, impagos de las obligaciones financieras y, en algunos casos, pérdida de las viviendas que actuaban como colateral de sus préstamos. Para proteger a los hogares más vulnerables, se aprobó el Real Decreto-ley (RDL) 6/2012¹, que instrumentó, la elaboración de un «Código de Buenas Prácticas» (CBP), al que se adherirían voluntariamente las entidades de crédito y otros proveedores profesionales de préstamos hipotecarios. Este código resultaba obligatorio una vez suscrito, y establecía determinados mecanismos fundamentalmente dirigidos a favorecer, de acuerdo con la propia terminología del RDL 6/2012, la reestructuración² viable de la deuda hipotecaria de quienes padecían dificultades extraordinarias para atender su pago.

Por su parte, en el contexto económico y geopolítico posterior a la invasión de Ucrania por parte de Rusia, el RDL 19/2022 modificó algunas de las medidas del CBP del RDL 6/2012 y estableció un nuevo código temporal para deudores en riesgo de vulnerabilidad, que estará vigente hasta diciembre de 2024, y otras medidas adicionales como la supresión temporal de las comisiones por conversión de préstamos hipotecarios de tipo variable a fijo. En esta ocasión, la motivación de la nueva norma ha sido, primero, contribuir a aliviar la situación de los hogares vulnerables con hipotecas a tipo variable y facilitar su adaptación al nuevo entorno de tipos de interés más elevados. A la vez, las medidas buscaban facilitar de forma más general la conversión de hipotecas de tipo variable a fijo y prevenir que la coyuntura de inflación elevada y tipos de interés crecientes lleven a una situación de vulnerabilidad a ciertos segmentos de hogares en riesgo.

Este capítulo temático detalla el conjunto de las medidas del RDL 19/2022 y explica en qué grado se diferencian de las ya contempladas en el RDL 6/2012. Por otra parte, se presenta el análisis de los datos históricos de evolución de la aplicación del CBP del RDL 6/2012, estudiando sus posibles funciones estructurales y coyunturales y las posibles señales de riesgo en las características de operaciones reestructuradas en el período reciente. De acuerdo con los criterios fijados en el RDL 19/2022 y con la experiencia histórica del RDL 6/2012, se estima un rango del potencial tamaño de la población de deudores hipotecarios elegibles en los distintos Códigos de Buenas Prácticas vigentes después de la reforma de 2022 y de la proporción efectiva de estos que finalmente pudieran optar a las medidas.

1 Véase [RDL 6/2012](#) de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.

2 A lo largo de este capítulo se utiliza la referencia a reestructuraciones o planes de reestructuración de forma consistente con la terminología del [RDL 6/2012](#). La consideración de una operación como reestructurada para propósitos de provisiones contables depende de normativa específica, separada del [RDL 6/2012](#). La sección T.3.3 de este capítulo temático discute esta cuestión en mayor detalle.

La relajación de la carga financiera de los hogares vulnerables y en riesgo de vulnerabilidad como consecuencia de la aplicación de las medidas en los Códigos de Buenas Prácticas tendrá previsiblemente un efecto de estímulo en el corto plazo sobre el consumo y el nivel de actividad económica. La contrapartida de algunas de estas medidas sería sin embargo un mayor nivel de endeudamiento de los hogares durante un mayor tiempo, y un aumento de los gastos de interés en el largo plazo. También podrían tener implicaciones para el acceso de estos hogares a nuevas operaciones de crédito en el futuro. Estos distintos efectos macroeconómicos y financieros son igualmente discutidos en secciones posteriores.

Finalmente, este capítulo temático analiza la calidad de crédito en los balances bancarios de los préstamos con garantía inmobiliaria que han sido identificados como reestructurados, de acuerdo con la normativa contable bancaria. La modificación de condiciones de los préstamos con dificultades de pago puede, con una implementación adecuada, permitir gestionar y corregir situaciones de morosidad ya materializadas o, en los casos más favorables, prevenirlas, con el consiguiente menor coste en términos de dotaciones por deterioro.

En conjunto, la información de este capítulo temático busca facilitar la adecuada comprensión de las medidas adoptadas en materia de Códigos de Buenas Prácticas, así como contribuir al análisis *ex-ante* de las consecuencias económico-financieras de las mismas. Este análisis previo combina las características de estas medidas con distintos datos disponibles hasta diciembre de 2022, antes de que comenzara a aplicarse el marco reformado de Códigos de Buenas Prácticas como resultado del RDL 19/2022. En próximos números del Informe de Estabilidad Financiera, se llevará a cabo un análisis *ex-post* una vez que se disponga de información de los resultados efectivos de la aplicación de esta reforma.

T.1 Códigos de Buenas Prácticas en los RDL 6/2012 y 19/2022

T.1.1 Descripción y principales características del Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012

El CBP del RDL 6/2012 se aprobó con la finalidad principal de facilitar la reestructuración de deudas hipotecarias en el contexto de las consecuencias de la crisis financiera global. En 2012, tras cuatro años de crisis económica, la prolongación en el tiempo de situaciones de desempleo o inactividad económica de ciertos grupos de hogares limitaba su capacidad de pago, llevando a un aumento muy marcado de la morosidad y, en última instancia de las ejecuciones hipotecarias para saldar las deudas contraídas mediante la adjudicación de la vivienda al prestamista. Los efectos socioeconómicos negativos de la pérdida de vivienda de aquellos hogares endeudados que afrontaban elevadas dificultades de pago motivó

al legislador a facilitar la reestructuración de esta deuda y a flexibilizar la ejecución de la garantía hipotecaria³.

El RDL 6/2012 buscaba además preservar la seguridad y la solvencia del sistema hipotecario español haciendo voluntaria la adopción del CBP por los prestamistas y limitando sus efectos a aquellos deudores con mayor grado de vulnerabilidad.

Las entidades de crédito y otros proveedores profesionales de préstamos hipotecarios podían optar por adherirse libremente al CBP en el RDL 6/2012. Una vez completada la adhesión, pasaban a ser de obligado cumplimiento⁴ las provisiones del CBP en aquellos préstamos hipotecarios en que se cumplieran determinadas condiciones sobre los inmuebles y, fundamentalmente, sobre los deudores hipotecarios que habían aportado su vivienda habitual como garantía⁵, considerando si estos se encontraban por debajo de un umbral de exclusión que impidiera cumplir las obligaciones de pago hipotecarias y asegurar la subsistencia del hogar.

De acuerdo con el RDL 6/2012, un deudor hipotecario se consideraría en exclusión por tener una renta reducida, por el empeoramiento significativo de la capacidad adquisitiva de la unidad familiar, y por afrontar cuotas hipotecarias elevadas sobre sus ingresos. En términos de renta, el conjunto de los ingresos de los miembros de la unidad familiar no podía superar un límite de tres veces el Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples, IPREM⁶, incrementado bajo algunos supuestos⁷. Para identificar el empeoramiento en la capacidad adquisitiva de la unidad familiar⁸, en los cuatro años anteriores al momento de la solicitud de reestructuración hipotecaria, debía observarse un incremento de 1,5 veces del esfuerzo que representaba la carga hipotecaria sobre la renta familiar, o haber sobrevenido, en dicho período, circunstancias familiares de especial vulnerabilidad (familia numerosa, distintas configuraciones de unidad monoparental, etc.). Adicionalmente, la cuota hipotecaria debía resultar superior al 50 % de los ingresos netos que percibía el conjunto de los miembros de la unidad familiar (40 % en caso de que algún miembro de la unidad familiar presentara un mínimo de discapacidad). En cualquiera de los casos anteriores, los deudores debían acreditar

3 La hipoteca es una garantía real por la cual quedan gravados directa o indirectamente los bienes sobre los que se constituye para dar seguridad sobre el cumplimiento de una determinada obligación. Debe inscribirse en el Registro de la Propiedad para quedar debidamente constituida como derecho real. Pueden hipotecarse los bienes inmuebles y otros derechos reales conforme se recoge en los artículos 106 y 107 de [Ley Hipotecaria Española](#).

4 Para supervisar su cumplimiento, el [RDL 6/2012](#) crea una comisión de control integrada por representantes del Ministerio de Economía y Competitividad, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Asociación Hipotecaria Española.

5 El [RDL 6/2012](#) consideraba en su ámbito de aplicación a deudores hipotecarios con garantía de vivienda habitual, así como a fiadores y avalistas, respecto a su vivienda habitual.

6 Para una definición anual en 14 pagas. El IPREM es un índice empleado en España como referencia para la concesión de ayudas, subvenciones o el subsidio de desempleo. Nació en 2004 para sustituir al salario mínimo Interprofesional como referencia para estas ayudas.

7 Este límite alcanzaría cuatro o cinco veces el IPREM en función de la situación de discapacidad o incapacitación de los miembros de la unidad familiar

8 Las condiciones sobre deterioro de capacidad adquisitiva y peso de las cuotas hipotecarias aquí referidas se refieren a la [modificación de 15 de mayo de 2013](#) del texto original del [RDL 6/2012](#), que consideraba variantes de estos criterios que no tuvieron una vigencia temporal prolongada, y no se presentan aquí con mayor detalle.

que dentro de su unidad familiar no existían otros bienes o fuentes de ingresos con los que pudieran hacer frente a la deuda. Este CBP establecía también un límite superior al precio de compraventa de la vivienda asociada a operaciones admisibles, en función del tamaño del municipio y de circunstancias del hogar⁹.

Las medidas de alivio respecto a la carga financiera de los préstamos hipotecarios incluidas en el RDL 6/2012 se concretaban, básicamente, en el establecimiento de una carencia, y en la modificación del plazo y del tipo de interés. De acuerdo con el CBP¹⁰, la entidad acreedora debía presentar al deudor hipotecario un plan de viabilidad financiera en el plazo de un mes desde la recepción de la solicitud de reestructuración hipotecaria. Las medidas de reestructuración se concretaban en la aplicación de una carencia¹¹ de capital de hasta cinco años, una ampliación del plazo de amortización hasta 40 años (desde la fecha de concesión del préstamo), y aplicación de un tipo de interés durante la carencia igual al euríbor correspondiente más 0,25 puntos porcentuales (pp). Dentro del plan de viabilidad, las entidades podían reunificar el conjunto de las deudas contraídas por el deudor.

Ante una posible inviabilidad de los préstamos después de la reestructuración, se contemplaban posibles medidas complementarias y sustitutivas. Si, pese a la reestructuración establecida, el préstamo hipotecario resultara aún inviable¹², el deudor podía solicitar una quita del capital pendiente de amortización. La entidad, por su parte, tenía la facultad de aceptarla o de rechazarla. Adicionalmente, en caso de que ninguna de las medidas consideradas resultara viable, los deudores tenían derecho a solicitar la dación en pago de la vivienda, quedando obligada la entidad a aceptarla, y suponiendo esta la cancelación de la deuda hipotecaria. Además, el deudor podría permanecer como arrendatario durante dos años pagando una renta anual equivalente al 3% del importe de la deuda a la fecha de la dación. La posibilidad de arriendo también se plantea en el caso de ejecución suspendida.

T.1.2 Las novedades normativas introducidas en el RDL 19/2012

La reforma del Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012

El RDL 19/2022 contempla la reforma del CBP establecido inicialmente en el RDL 6/2012 y otras medidas adicionales con el objetivo de prevenir costes

9 Véase artículo 5 de la *modificación de 15 de mayo de 2013* del texto original del RDL 6/2012.

10 Condiciones de los planes de reestructuración de acuerdo con lo contemplado en el CBP en el Anejo del RDL 6/2012, de acuerdo con la *modificación de 15 de mayo de 2013*. Las medidas sustitutivas y complementarias en el párrafo siguiente corresponden igualmente a esta versión de la norma.

11 En las operaciones de préstamo se definen las carencias como aquellos períodos en los que el prestario no está obligado a realizar pagos de capital o de intereses, o ambos. En el caso del CBP del RDL 6/2012, la carencia se limitaba al capital, y la parte de este no satisfecha durante la carencia debía devolverse en el período posterior a esta, al final del préstamo, de forma prorrateada, o con una combinación de ambos sistemas.

12 A estos efectos, se entenderá por plan inviable aquel en que la carga hipotecaria exceda del 50% de la renta.

socioeconómicos derivados del contexto inflacionario y de la rápida subida de tipos de interés observado en 2022. A pesar de la reducción del endeudamiento de los hogares desde la crisis financiera global hasta el último año¹³, de la buena situación del empleo y de las medidas fiscales desplegadas para paliar los efectos del aumento de los precios de la energía, las presiones inflacionarias y el rápido aumento del euríbor (e. g., más de 350 puntos básicos (pb) para la referencia de doce meses desde enero de 2022) incrementan la probabilidad de impagos y de ejecuciones hipotecarias. Ante potenciales aumentos adicionales de los costes de financiación, la reforma del CBP busca reforzar la viabilidad financiera de hogares vulnerables, reducir la probabilidad de que hogares con un nivel medio de renta pasen a situación de vulnerabilidad y facilitar a todos los hogares con hipotecas a tipo variable la adaptación al nuevo entorno de tipos de interés. Véase el diagrama T.1 para un resumen de todas las medidas que se describen a continuación.

El CBP ligado al RDL 6/2012 continúa focalizado en los hogares vulnerables después de su reforma mediante el RDL 19/2022, si bien se amplía el umbral de exclusión. Se mantienen los requisitos sobre nivel de renta, que deberá situarse de forma general por debajo de tres veces el IPREM (hasta cinco veces en caso de presencia de discapacidades en miembros del hogar), y del peso de la carga hipotecaria sobre la renta del hogar, que deberá superar niveles de entre el 40 % y 50 %. Se rebaja sin embargo el criterio para determinar que ha habido una merma en la capacidad adquisitiva del hogar en los cuatro años previos a la solicitud, siendo ahora suficiente el que la carga hipotecaria haya aumentado, aunque no haya alcanzado un múltiplo de crecimiento de 1,5. Este múltiplo se emplea sin embargo como referencia para calibrar las características de los planes de reestructuración bajo este CBP. La reforma del RDL 19/2022 simplifica los límites admisibles de precio de la vivienda que actúa como garantía hipotecaria, no pudiendo exceder en cualquier caso de 300.000 euros.

El RDL 19/2022 reduce el tipo de interés aplicable durante el período de carencia de los planes de reestructuración sujetos al CBP del RDL 6/2012 para las familias más vulnerables, al tiempo que mantiene otras condiciones. En aquellos casos en los que el aumento de la carga hipotecaria del hogar en los cuatro años previos a la solicitud supere un múltiplo del 1,5 o se den circunstancias de especial vulnerabilidad (e. g., familia numerosa), el tipo de interés aplicable durante el plazo de carencia pasa a ser el euríbor correspondiente menos 0,1 pp en los préstamos a tipo variable, lo que supone un abaratamiento de 0,35 pp respecto a las condiciones previamente vigentes en el CBP del RDL 6/2012¹⁴. Se mantienen para estos casos un período de carencia de devolución de capital de hasta cinco

13 La deuda consolidada de los hogares e ISFLSH alcanzaba el 54,4 % del PIB en el tercer trimestre de 2022, frente al máximo del 85,6 % alcanzado en la crisis financiera global.

14 El RDL 19/2022 especifica además que, en los préstamos a tipo fijo, se aplicará éste en su valor actual durante el período de carencia.

CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS VIGENTES DESPUÉS DE LA REFORMA DEL RDL 19/2022 (a)

Mecanismo estructural, CBP RDL 6/2012	Mecanismo temporal, NCBP RDL 19/2022
Condiciones de elegibilidad	Condiciones de elegibilidad
<p>Hogares con vulnerabilidades socioeconómicas:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Renta no superior a entre tres y cinco veces el IPREM, en función de grado de discapacidad en el hogar – Aumento en 4 años previos a la solicitud de la carga hipotecaria o presencia de circunstancias de especial vulnerabilidad en el hogar – Carga hipotecaria excede el 40 %-50 % de la renta – Precio de compraventa de la vivienda que actúa como garantía hipotecaria menor de 300 mil euros 	<p>Hogares en riesgo de incurrir en situación de vulnerabilidad socioeconómica:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Renta no superior a entre 3,5 y 5,5 veces el IPREM, en función de grado de discapacidad en el hogar – Aumento en 4 años previos a la solicitud de la carga hipotecaria en 1,2 veces o presencia de circunstancias de especial vulnerabilidad en el hogar – Carga hipotecaria excede 30 % de la renta – Precio de compraventa de la vivienda que actúa como garantía hipotecaria menor de 300 mil euros – Operaciones constituidas antes de 31 de diciembre de 2022 y plazo de vigencia de dos años
Medidas de reestructuración	Modificaciones contractuales
<p>Si la carga hipotecaria aumenta menos de 1,5 veces y no hay circunstancias de especial vulnerabilidad:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Carencia de devolución de principal hasta dos años – Extensión de plazo de hasta siete años (plazo máximo de 40 años) – Tipo de interés en carencia limitado, tal que implique reducción de 0,5 pp en VDNA (b) del préstamo <p>Si el aumento de carga hipotecaria excede un múltiplo de 1,5 o hay circunstancias de especial vulnerabilidad:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Carencia de devolución de principal hasta cinco años – Extensión de plazo (con plazo máximo de 40 años) – Tipo de interés en carencia limitado a euríbor – 0,1 pp 	<p>Orientadas a estabilizar la cuota hipotecaria en su nivel de junio de 2022:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Extensión de plazo de hasta 7 años (plazo máximo de 40 años) – Opción de acompañar la extensión de plazo de una carencia de devolución de principal de hasta 1 año – Tipo de interés en carencia limitado, tal que implique reducción de 0,5 pp en VDNA (b) del préstamo – Posibilidad de conversión del contrato de préstamo de tipo variable a tipo fijo
Medidas complementarias/sustitutivas	Medidas complementarias/sustitutivas
<p>Si el plan de reestructuración es inviable (c):</p> <ul style="list-style-type: none"> – Posibilidad de quita, sujeta a decisión del banco, de parte del valor de la deuda <p>Si la quita resulta insuficiente para asegurar viabilidad:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Derecho a solicitar la dación en pago durante un plazo de hasta dos años – En caso de dación en pago, el deudor puede permanecer en régimen de alquiler por dos años y con renta anual igual al 3 % de la deuda – Se mantiene la posibilidad de optar al alquiler a deudores cuya ejecución hipotecaria esté en suspenso 	No se contemplan

FUENTE: Banco de España.

a El RDL 19/2022 reforma los criterios y condiciones del Código de Buenas Prácticas (CBP) establecido por el RDL 6/2012, establece un Nuevo Código de Buenas Prácticas (NCBP) e introduce medidas adicionales. VDNA = Valor descontado neto actual del préstamo.

b VDNA = Valor descontado neto actual del préstamo.

c A estos efectos, se entenderá por plan inviable aquel en que la carga hipotecaria exceda del 50 % de la renta.

años y la aplicación de aumentos de plazo con el límite máximo de 40 años desde la concesión de la operación.

La reforma del CBP del RDL 6/2012 también introduce posibilidades de reestructuración, aunque más limitadas, para hogares que son vulnerables, pero han sufrido menor merma de su poder adquisitivo, así como, de forma general, la posibilidad de una segunda reestructuración. Si la carga hipotecaria del hogar en los cuatro años previos a la solicitud no supera un múltiplo del 1,5 y no se dan circunstancias de especial vulnerabilidad, el período de carencia de devolución de capital se limitará a dos años y la extensión de plazo a un máximo de siete (sin superar de nuevo los 40 años desde la concesión del préstamo). En este caso, el tipo de interés aplicable durante la carencia será el que lleve a una reducción del valor actual neto descontado del préstamo de 0,5 pp. Tanto para estos casos como para los más vulnerables, los deudores hipotecarios podrán solicitar al finalizar el período de carencia, bajo determinadas circunstancias, un segundo plan de reestructuración con un período de carencia de cinco años.

Las condiciones de algunas medidas sustitutivas de la reestructuración en el CBP del RDL 6/2012 pasan a ser más favorables para el prestatario tras la reforma del RDL 19/2022, mientras que las condiciones de las quitas se mantienen. Se amplía de un año a dos el plazo para solicitar la dación en pago de la vivienda como medio de cancelación de la deuda ante la inviabilidad del plan de reestructuración. Se mantiene la posibilidad de que el deudor solicite en el momento de la dación en pago permanecer en la vivienda como arrendatario durante un plazo de dos años. Adicionalmente, se amplía el plazo de seis a doce meses para que el deudor hipotecario cuyo lanzamiento ha sido suspendido solicite el alquiler de la vivienda. Por el contrario, las condiciones para la quita del capital como medida complementaria al plan de reestructuración no se ven materialmente modificadas en el RDL 19/2022.

Creación de un nuevo Código de Buenas Prácticas en el RDL 19/2022

El nuevo Código de Buenas Prácticas (NCBP) establecido por el RDL 19/2022 está orientado a hogares que no son vulnerables, pero que se encuentran en riesgo de serlo. Así, los umbrales de renta y de carga financiera son menos estrictos que en el CBP del RDL 6/2012. Podrán acogerse al NCBP los titulares de préstamos o créditos constituidos hasta el 31 de diciembre de 2022 y garantizados con hipoteca inmobiliaria sobre la vivienda habitual del deudor o del avalista, cuyo precio de adquisición no exceda de 300.000 euros. Además, se deberán cumplir una serie de requisitos adicionales para identificar el riesgo de vulnerabilidad. Los límites al nivel de renta del hogar de los deudores hipotecarios que se acogen a este NCBP son en este caso de 3,5, 4,5 y 5,5 veces el IPREM, en función de la situación de discapacidad o incapacitación de los miembros de la unidad familiar. Se requiere

además que el esfuerzo que represente la carga hipotecaria sobre la renta familiar se haya multiplicado en este caso por al menos 1,2 en los cuatro años previos a la solicitud y que la cuota hipotecaria resulte superior al 30 % de los ingresos netos que perciba el conjunto de los miembros de la unidad familiar¹⁵. De forma general, los hogares que cumplan los requisitos para para optar al CBP en el RDL 6/2012 tras su reforma, también podrían acogerse alternativamente al NCBP del RDL 19/2022.

Debido a la mayor capacidad económica de los deudores dentro del alcance del NCBP, las medidas de alivio de la carga hipotecaria se limitan a distintas opciones de novación¹⁶ del préstamo. En primer lugar, se considera la ampliación del plazo del préstamo en hasta siete años, sin que de nuevo el plazo total pueda exceder de 40 desde el momento de la concesión. Se contempla también la opción de acompañar la extensión de plazo de un período de doce meses de carencia total o parcial del capital con el objetivo de fijar la cuota hipotecaria en su importe de junio de 2022 o en el de la primera cuota de la operación¹⁷. El principal no amortizado devengará intereses a un tipo que suponga una reducción del 0,5 % del valor actual neto del préstamo. En todo caso, la ampliación de plazo no puede rebajar el nivel de la cuota hipotecaria por debajo de su nivel de junio de 2022 o de la primera fecha de referencia. El prestamista podrá ofrecer al deudor hipotecario la conversión de la operación de tipo variable a fijo, al nivel que libremente determine, mediante una oferta clara, transparente y comparable.

Este NCBP mantiene la naturaleza voluntaria del CBP del RDL 6/2012, pero tiene una naturaleza coyuntural y transitoria, con una duración de 24 meses, al estar motivado por la coyuntura económica específica tras el inicio en 2022 de la guerra en Ucrania. Las entidades de crédito y otros proveedores profesionales de préstamos hipotecarios podrán adherirse libremente al NCBP, pero una vez adoptado, quedarán obligados por él, en este caso durante este período específico de 24 meses. Como se ha señalado antes, los incrementos de la inflación y de los tipos de interés observados en 2022 plantean a los hogares de renta media riesgos específicos de pasar a una situación de vulnerabilidad. El legislador interpreta que este aumento de la probabilidad de problemas financieros para estos hogares no es estructural, y así limita la efectividad temporal de esta nueva medida para facilitar la adaptación de estos hogares a las nuevas circunstancias.

15 EL NCBP aplicable a los hogares en riesgo de vulnerabilidad se detalla en la [Resolución de 23 de noviembre de 2022](#), de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de noviembre de 2022.

16 La novación de un préstamo se refiere de forma general a cualquier cambio de sus condiciones posterior a la firma, mientras que la reestructuración bajo el CBP del RDL 6/2012, reformado por el RDL 19/2022, se referiría de forma más específica a cambios de condiciones orientados a prevenir las dificultades de cumplimiento de las obligaciones asociadas a aquel.

17 La fijación se producirá en el valor de la primera cuota, para operaciones formalizadas con posterioridad a junio de 2022. Este caso puede darse, ya que el NCBP del [RDL 19/2022](#) contempla operaciones formalizadas hasta diciembre de 2022. En cualquier caso, si la carencia total de principal no pudiera reducir el importe de la cuota hasta su valor objetivo, los efectos de la modificación de condiciones se limitarán a esta carencia total.

El RDL 19/2022 también incluye medidas para limitar las comisiones vinculadas a la amortización anticipada o conversión de la modalidad de tipo de interés en los contratos de préstamo hipotecario. Cuando en el marco de la revisión de condiciones de un préstamo hipotecario¹⁸, pase a aplicarse un tipo de interés fijo en sustitución de otro variable, la compensación o comisión por reembolso o amortización anticipada estará limitada al 0,05 % del capital reembolsado anticipadamente. Desde la entrada en vigor del RDL 19/2022 y hasta el final de 2023, no se devengarán, bajo ciertos supuestos, compensaciones o comisiones por reembolso o amortización anticipada total y parcial de los préstamos y créditos hipotecarios a tipo de interés variable¹⁹. Además, durante este mismo período, no se devengará tampoco ninguna comisión por su conversión de tipo variable a tipo fijo (véase diagrama T.2).

Diagrama T.2

MEDIDAS ADICIONALES CONTEMPLADAS EN EL RDL 19/2022 (a)

Comisiones Préstamos Hipotecarios	Educación Financiera	Subrogación
<p>Se contempla con carácter indefinido:</p> <ul style="list-style-type: none"> — Límite máximo del 0,05% a la comisión por amortización anticipada en determinadas operaciones con conversión del préstamo de tipo variable a tipo fijo <p>Con carácter temporal, desde la entrada en vigor del RDL 19/2022 en noviembre de 2022 hasta el fin de 2023 se contempla también:</p> <ul style="list-style-type: none"> — Suspensión del devengo de comisiones por amortización anticipada de préstamos hipotecarios a tipo variable bajo ciertos supuestos de la Ley 5/2019 — Suspensión del devengo de todo tipo de comisiones por conversión de operaciones de préstamo hipotecario de tipo variable a fijo 	<p>El Banco de España publicará en Internet materiales que faciliten la difusión y comprensión de las medidas en los Códigos de Buenas Prácticas:</p> <ul style="list-style-type: none"> — Guía de herramientas para el deudor hipotecario con dificultades de pago, que recogerá, entre otros elementos, información sobre el CBP RDL 6/2012 y NCBP 19/2022 — Simuladores de criterios de elegibilidad y de impacto de medidas 	<p>Medidas orientadas a facilitar la competencia y transparencia en la subrogación de acreedores:</p> <ul style="list-style-type: none"> — Se modifica la definición de acreedores que pueden subrogarse, que se referirá a prestamistas inmobiliarios — Las ofertas vinculantes de subrogación incluirán resumen de gastos asociados — Se introducen condiciones más restrictivas para que el acreedor original se oponga a la subrogación

FUENTE: Banco de España.

a El RDL 19/2022 reforma los criterios y condiciones del Código de Buenas Prácticas (CBP) establecido por el RDL 6/2012, establece un Nuevo Código de Buenas Prácticas (NCBP) e introduce medidas adicionales.

18 En particular, el RDL 19/2022 considera la novación del tipo de interés aplicable o la subrogación de un tercero en los derechos del acreedor. Si en la novación no se produjera amortización anticipada de capital, no podrá cobrarse comisión alguna por este concepto.

19 Específicamente, para amortizaciones o devoluciones anticipadas bajo los supuestos de hecho contemplados en los apartados 5 y 6 del artículo 23 de la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

Finalmente, el RDL 19/2022 contempla medidas para facilitar la subrogación de los acreedores y fomentar la educación financiera. Se amplía la definición de prestamistas inmobiliarios que pueden subrogarse como acreedores²⁰, se exige información sobre los gastos de subrogación en la oferta vinculante hecha al prestatario y se endurecen los requisitos para que el acreedor original pueda oponerse a la subrogación. Estas medidas buscan promover una mayor competencia y transparencia en este ámbito, que mejore las posibilidades de los deudores de modificar las condiciones contractuales de sus préstamos. En el ámbito de la educación financiera, el Banco de España debe publicar una guía de las herramientas para el deudor hipotecario en dificultades de pago que incluirá, en todo caso, las medidas de los Códigos de Buenas Prácticas antes discutidos. Además, publicará también simuladores de los criterios de elegibilidad y de impacto de aplicación del CBP o del NCBP.

T.2 Análisis del uso de los Códigos de Buenas Prácticas

Los resultados económicos de los Códigos de Buenas Prácticas dependen de las decisiones de los proveedores de crédito y de los hogares sobre el uso del marco. Los CBP no prescriben acciones específicas a estos agentes, sino que fijan un rango de posibilidades que admite distintas aplicaciones. En función del entorno macrofinanciero y de las características de las operaciones preexistentes, proveedores de crédito y hogares pueden elegir de forma óptima distintas opciones. Para entender mejor el efecto económico de estas decisiones, esta sección analiza la experiencia histórica en el uso del CBP del RDL 6/2012 y presenta un rango del potencial alcance entre los hogares del nuevo marco tras la reforma del RDL 19/2022.

T.2.1 Evolución temporal de la aplicación del Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012

El mayor volumen de operaciones amparadas por el CBP del RDL 6/2012 original se concentra en los años más cercanos al fin de la crisis financiera global. Así, durante el período 2014-2016, se observa un volumen medio anual de operaciones que solicitan acogerse a este CBP cercano a los 3 mm de euros²¹, correspondiente a un número medio anual de solicitudes cercano a las 25.000 (un 0,5 % del número total de hogares con hipotecas al inicio de la crisis financiera

20 La subrogación implica que un nuevo acreedor sustituye al original en esa posición en el contrato de préstamo.

21 El RDL 6/2012 establece sobre las entidades adheridas obligaciones de reporte mensual al Banco de España de información sobre la aplicación del CBP, incluyendo número (y deuda pendiente en operaciones asociadas) de solicitudes y de operaciones realizadas, y distinguiendo su tipología (reestructuración, dación en pago, etc.). El análisis de esta subsección se apoya en la información de estos reportes a partir de 2014, periodo posterior a que se completase la **modificación de 15 de mayo de 2013**. Las operaciones bajo CBP completadas en 2014-2022 representarían aproximadamente el 90 % del total en el periodo 2012-2022.

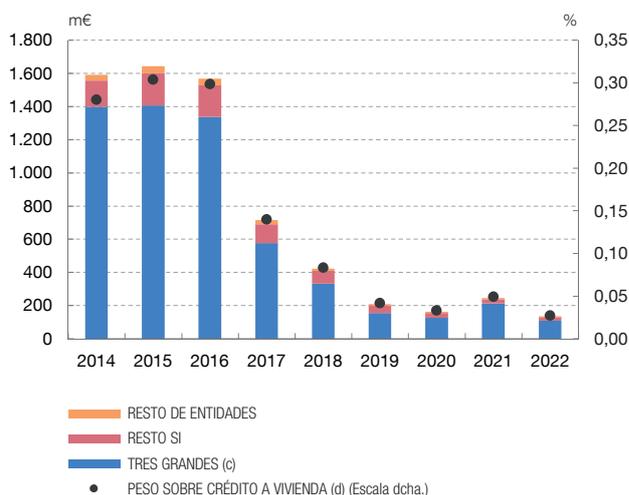
EL RECURSO AL CBP DEL RDL 6/2012 SE CONCENTRA EN LOS AÑOS MÁS PRÓXIMOS AL FIN DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL Y EN LAS ENTIDADES DE MAYOR TAMAÑO, ALCANZANDO SOLO UN REDUCIDO PESO SOBRE EL TOTAL DE HIPOTECAS

Se observa en el período 2014-2016 un volumen medio anual de 3 mm de euros de deuda pendiente asociada a solicitudes de recurso al CBP del RDL 6/2012, y tasas de realización cercanas al 50 %, ambas cifras muy superiores a la media de años posteriores. Las operaciones realizadas al amparo del CBP se concentran en las entidades de mayor tamaño, de forma coherente con el mayor tamaño global de sus carteras hipotecarias. El porcentaje de operaciones del CBP realizadas en un año dado no excede del 0,3 % del total del crédito hipotecario en España.

1 EVOLUCIÓN DE LAS SOLICITUDES Y TASA DE REALIZACIÓN



2 IMPORTE DE LA DEUDA PENDIENTE DE LAS OPERACIONES REALIZADAS, POR ENTIDADES, Y PESO SOBRE EL CRÉDITO A VIVIENDA (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones realizadas y la correspondiente a operaciones solicitadas en el período. Es posible que algunas operaciones hayan sido solicitadas en un año y realizadas en el año siguiente. En cualquier caso, la tasa de realización sobre el volumen acumulado de operaciones solicitadas desde 2014 también muestra un patrón descendente.
- b Se muestra el importe acumulado en el año de la deuda pendiente de las operaciones realizadas.
- c Estas entidades son las que presentan un volumen más alto de deuda pendiente en operaciones realizadas en el período 2016-2022, considerando la composición de grupos financieros existente en diciembre de 2022.
- d El peso se calcula sumando el importe pendiente de pago en las operaciones realizadas en el conjunto del año y dividiendo dicho importe por el saldo vivo del crédito a hogares para adquisición de vivienda a cierre de cada año.

global). A partir de 2017, se observa una tendencia descendente hasta los cerca de 600 m de euros en 2019, con un número de solicitudes por debajo de 6.000 en ese año (aproximadamente un 0,1 % del número total de hogares con hipoteca al inicio de la crisis sanitaria). El repunte asociado al inicio de la pandemia de COVID-19, con un volumen promedio de operaciones de 800 millones de euros en las solicitudes de 2020-2021, es muy limitado y temporal (véase gráfico T.1.1).

La tasa de realización de solicitudes recibidas presenta un patrón descendente análogo al del volumen de operaciones. La proporción (en términos de volumen de deuda pendiente de las operaciones asociadas) de solicitudes que han llevado a la realización de operaciones (reestructuración viable, quita o dación en pago) también ha evolucionado a la baja, desde el 54,7 % registrado en 2014 hasta el 23,5 % en 2022, siendo comparable la evolución de la tasa de realización sobre número de solicitudes. De nuevo, el inicio de la pandemia

de COVID-19 marcó una interrupción temporal y moderada de la tendencia descendente (véase gráfico T.1.1).

Los patrones observados de volumen de operaciones y tasa de realización son coherentes con una mayor relevancia coyuntural del CBP del RDL 6/2012 ante episodios de crisis severa, pero también con una función estructural de menor alcance. Los mayores volúmenes de solicitudes en los años próximos a la crisis financiera global son coherentes con una población mayor de hogares con deudas hipotecarias y en una situación de vulnerabilidad resultado de esta crisis. *A priori*, el signo de la relación entre tasa de realización y posición cíclica de la economía es más complejo de determinar²², pero, en cualquier caso, los datos disponibles muestran que ha tenido un comportamiento cíclico que ha reforzado el del número de solicitudes. Este tipo de mecanismos tendría así un cierto papel estabilizador frente a crisis severas. En los años de recuperación, el recurso al CBP disminuye notablemente, pero no desaparece, y puede identificarse como un factor de apoyo estructural a hogares afectados por *shocks* idiosincráticos. La debilidad del repunte en el uso del CBP durante la crisis sanitaria sería atribuible a la intensidad de otras medidas adoptadas para garantizar la capacidad de pago de los hogares, como programas de moratorias específicas asociadas al COVID-19, los expedientes temporales de regulación de empleo (ERTE) y las moratorias de obligaciones tributarias.

Las operaciones derivadas del CBP del RDL 6/2012 han estado muy concentradas en algunas entidades de mayor tamaño y han alcanzado sólo un porcentaje muy reducido del total del crédito hipotecario del sector bancario español. Las tres entidades²³ más activas en la aplicación del CBP, que están sujetas a la supervisión bancaria del Banco Central Europeo (BCE), agrupan el 84,5 % del importe de la deuda²⁴ asociada a las operaciones realizadas (considerando el total de las operaciones desde enero de 2014 hasta diciembre de 2022). Las otras entidades significativas —bajo supervisión del BCE— agrupan un 12,8 % de ese importe, y el resto de las entidades el 2,7 % (véase gráfico T.1.2). La mayor actividad del CBP en las entidades significativas está lógicamente relacionada con el mayor tamaño de su cartera de crédito hipotecario. Esta concentración se ha ido rebajando ligeramente con el paso de los años. En cualquier caso, el peso que las operaciones del CBP realizadas suponen sobre el saldo total de crédito a hogares para adquisición de vivienda es muy limitado,

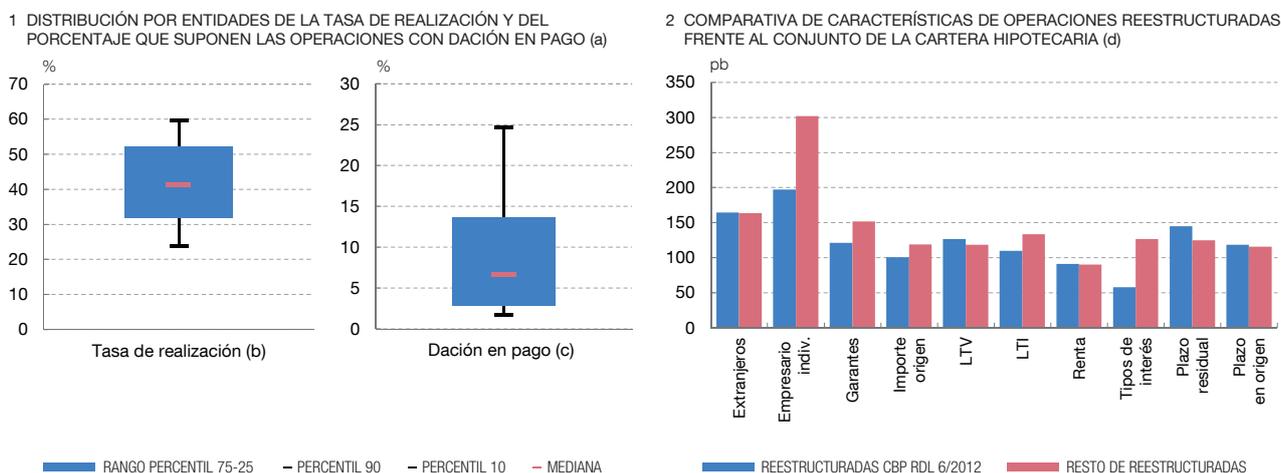
22 En un momento débil del ciclo económico, es plausible que el hogar decida efectivamente realizar la operación solicitada, pese a costes futuros que puede afrontar en forma de menor acceso al crédito o mayor endeudamiento, y las entidades, aunque su margen de decisión está limitado por el CBP, también tendrían mayores incentivos para utilizar estas opciones y evitar impagos, que tienen mayor probabilidad que en una situación cíclica más favorable.

23 Para tratar las fusiones y adquisiciones, se aplica la estructura de grupos bancarios vigente al final de 2022 al conjunto del periodo 2014-2022.

24 La deuda se mide como importe pendiente en el momento de realización de la operación amparada por el CBP del RDL 6/2012.

EL DESARROLLO PRÁCTICO DEL RDL CBP 6/2012 HA SIDO HETEROGÉNEO ENTRE ENTIDADES Y ES TAMBIÉN NOTABLE QUE, EN EL PERÍODO MÁS RECIENTE, LAS REESTRUCTURACIONES BAJO EL CBP DEL 6/2012 NO HAN PRESENTADO CARACTERÍSTICAS PREEXISTENTES MÁS ARRIESGADAS QUE OTRAS REESTRUCTURACIONES HIPOTECARIAS

Entre 2014 y 2022, la tasa de realización de solicitudes y la proporción de operaciones realizadas que han implicado dación en pago han variado de forma notable en la sección cruzada de entidades, lo que reflejaría diferencias entre ellas en términos de las carteras de deudores hipotecarios vulnerables preexistentes. En el período más reciente, no se observa evidencia de que las características preexistentes de las reestructuraciones del CBP del RDL 6/2012 sean más arriesgadas que otras. De hecho, presentan ratios LTI en origen inferiores y cercanas a las de operaciones no reestructuradas.



FUENTE: Banco de España.

- a Para cada variable, se presenta la distribución entre el rango de los percentiles 10 y 90 en la sección cruzada de entidades bancarias en el período 2014-2022. Se muestran solo aquellas entidades que tienen una cuota de mercado en el importe de deuda pendiente de las operaciones solicitadas, en términos acumulados desde enero de 2014, superior al 0,1 %.
- b La tasa de realización se define como la ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones realizadas y la correspondiente a operaciones solicitadas. Se considera el conjunto del período 2014-2022.
- c La proporción de dación en pago se define como la ratio entre la deuda pendiente asociada a las operaciones realizadas con dación en pago y la correspondiente al conjunto de las operaciones realizadas. Se considera el conjunto del período 2014-2022.
- d Para cada característica, se presenta la ratio de su valor en operaciones reestructuradas (de acuerdo con el CBP del RDL 6/2012 y resto de reestructuraciones) con respecto a su valor de referencia en la cartera no reestructurada. Los valores de referencia para el conjunto de la cartera de hipotecas no reestructuradas (= 100) son los siguientes: extranjeros: 11 %; empresario individual: 15 %; garantes: 25 % de las operaciones; importe en origen: 179.726 euros; plazo en origen: 33 años; LTV en origen: 86,4 %; LTI en origen: 4,9; renta: 39,210 euros; plazo residual: 25,9. Se utilizan datos a nivel de operación obtenidos de la CIRBE para el período 2017-2022.

oscilando para un año dado entre el 0,3 % en 2014-2016 y solo el 0,03 % en 2022 (véase gráfico T.1.2). En su conjunto, el volumen total de las operaciones realizadas al amparo del CBP 2012 en 2014-2022 ha tenido un peso pequeño, ascendiendo a cerca de 7 mm de euros (correspondiente a más de 60.000 operaciones), volumen equivalente al 1,4 % de la deuda hipotecaria viva a finales de 2022 (aproximadamente el 1,2 % de los hogares con hipotecas en esa fecha).

Se observa una heterogeneidad notable entre entidades bancarias en términos de tasas de realización y del peso de las daciones en pago sobre el total de las operaciones del CBP realizadas. Para el conjunto de 2014-2022, la tasa de realización (en términos de volumen de deuda pendiente en el momento de la solicitud) presenta un valor mediano entre entidades cercano al 40 %, pero el rango se extiende entre el 23 % y el 59 % para los percentiles 10 y 90. En cuanto al peso de las daciones en pago, si bien su valor mediano entre entidades se sitúa en un valor reducido cercano al 6,5 %,

existe también cierta dispersión y alcanza un valor cercano al 25 % en el P90 (véase gráfico T.2.1). Esta variación entre entidades refleja una multiplicidad de casuísticas, en buena medida en función de las características de las carteras hipotecarias pre-existentes, y señala así la importancia de la flexibilidad considerada en el marco y de no restringir excesivamente las posibilidades contempladas en él.

T.2.2 Características observadas en el período reciente (2017-2022) en las reestructuraciones según el Código de Buenas Prácticas del RDL 6/2012

El uso de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE) permite para el período más reciente un análisis de las características de las reestructuraciones acogidas al CBP del RDL 6/2012 y del resto de este tipo de operaciones. Con el uso de esta base de datos, se considera el *stock* de préstamos con garantía hipotecaria para la compra de la vivienda habitual a personas físicas y empresarios individuales, mes a mes, desde enero de 2017 hasta diciembre de 2022²⁵. Para cada operación, se comprueba si ha sido declarada como reestructurada bajo el CBP del RDL 6/2012 en algún momento, o si ha sufrido algún otro proceso de reestructuración. Ambos tipos de reestructuraciones son comparadas entre sí y con el conjunto de las operaciones de la cartera hipotecaria que no han sido nunca reestructuradas.

Las operaciones reestructuradas bajo el RDL 6/2012 presentan características que supondrían un mayor riesgo ex-ante que el de la cartera total de hipotecas; sin embargo, comparadas con el resto de las reestructuraciones, es destacable una menor ratio de LTI e importe en origen. Con respecto al conjunto de la deuda hipotecaria, las operaciones reestructuradas presentan en general una menor renta (aproximada por la renta media neta del hogar dada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en el código postal de la operación), mayor LTV y LTI en origen, un mayor plazo (tanto en origen como residual en el momento de la reestructuración), una mayor edad del deudor principal (considerada como la del miembro de mayor edad de la hipoteca), un mayor número de titulares y de garantes y una mayor presencia de deudores extranjeros (véase gráfico T.2.2). Todo ello parece indicar que las operaciones reestructuradas presentaban un mayor riesgo *ex-ante*, que se ha materializado con el tiempo. Por otra parte, la ratio LTI y el importe en origen de las operaciones reestructuradas son algo mayores para aquellas fuera del CBP del RDL 6/2012. Esto indicaría un mejor perfil de riesgo *ex-ante* de las realizadas bajo este marco, si bien las diferencias en otras variables no son muy marcadas.

25 El conjunto de información contenida en la CIRBE se amplió de forma notable a partir de 2016, permitiendo este tipo de análisis que previamente no era posible, al carecer de información granular que identificase de forma concreta las operaciones acogidas al CBP. Véase al respecto la [Circular 1/2017](#). Se inicia el ejercicio en 2017 para evitar efectos de transición e identificar más adecuadamente las características de las reestructuraciones.

El análisis descriptivo basado en la CIRBE no encontraría así evidencia para el período reciente, con una situación cíclica normalizada, de que las reestructuraciones amparadas por el CBP del RDL 6/2012 tengan un perfil de riesgo diferencialmente desfavorable. Hay que tener en cuenta que la posibilidad de la reestructuración del préstamo es una herramienta para la gestión del riesgo de crédito que las entidades pueden aplicar más allá de la existencia del CBP del RDL 6/2012 y que pueden utilizar para maximizar el valor económico del préstamo sin que el legislador así lo prescriba. El que las características de reestructuraciones dentro del CBP del RDL 6/2012 no sean más arriesgadas que las de otras de estas operaciones en el período 2017-2022 indica que este marco no estaría forzando a adoptar reestructuraciones con un mayor nivel de riesgo del que las entidades están dispuestas a asumir con sus propias políticas de reestructuración. Este resultado debe interpretarse con cautela, ya que, en un período de mayor tensión sobre la capacidad de pago de los hogares, esta comparación relativa de características podría verse alterada. Además, incluso en aquellos casos en los que los bancos tengan incentivos propios para completar reestructuraciones o tomar otro tipo de medidas que modifiquen las condiciones contractuales, la presencia del marco del CBP puede hacerlas más eficientes, al introducir cierta estandarización, y puede influir en la distribución de los beneficios de la reestructuración entre acreedores y deudores.

T.2.3 Hogares elegibles y participación en operaciones sujetas a Códigos de Buenas Prácticas después del RDL 19/2022

La ampliación en el RDL 19/2022 de los criterios de elegibilidad de los deudores hipotecarios que pueden acogerse a los Códigos de Buenas Prácticas ha incrementado significativamente la proporción de hogares con deudas hipotecarias que podría participar de sus medidas. Para una subida del tipo de interés de referencia de los préstamos hipotecarios de 400 puntos básicos (pb) (similar a la observada desde el inicio de 2022 hasta ahora), habría unos 549.000 hogares que podrían acogerse al mecanismo temporal que representa el NCBP del RDL 19/2022 (véase gráfico T.3)²⁶. Esta cifra supone unos 404.000 hogares más de los que habrían podido adherirse a la versión original del CBP del RDL 6/2012. El capital pendiente de amortizar de estos hogares elegibles para el NCBP del RDL 19/2022 sería de unos 46,9 mm de euros, unos 37,7 mm de euros más que con las condiciones originales del anterior CBP. Además, existirían casi 218.000 hogares que podrían acogerse al mecanismo más estructural del CBP del RDL 6/2012 en su versión reformada por el RDL 19/2022 (véase gráfico E.3)²⁷, 73.000 hogares más de los que

26 Estas estimaciones se realizan a partir de la información disponible en la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2020.

27 Los hogares elegibles dentro del CBP del RDL 6/2012 reformado en 2022, también lo serán, de forma general, dentro del NCBP del RDL del RDL 19/2022, pudiendo optar entre uno y otro. No deben así sumarse el número de hogares elegibles bajo estas dos modalidades, o su capital pendiente.

EL RDL 19/2022 AMPLÍA DE FORMA NOTABLE LA PROPORCIÓN DE POBLACIÓN POTENCIALMENTE ELEGIBLE PARA ACOGERSE A CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS CON RESPECTO A LAS MEDIDAS CONTEMPLADAS EN EL RDL 6/2012

Para una subida de los tipos de interés de referencia de 400 pb, habría unos 549.000 hogares que podrían acogerse al mecanismo temporal del Código de Buenas Prácticas aprobado a finales de 2022 (NCBP 2022). Esta cifra supone unos 404.000 hogares más de los que habrían podido adherirse al Código de Buenas Prácticas de 2012 (CBP 2012). El capital pendiente de amortizar de estos hogares sería de unos 46,9 mm de euros, unos 37,7 mm más que con el CBP 2012.

1. HOGARES CON HIPOTECAS SOBRE LA VIVIENDA PRINCIPAL QUE PODRÍAN ACOGERSE A LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS (a) (b) (c)



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2020).

- a Este gráfico estima la población elegible y la deuda hipotecaria asociada para tres códigos de buenas prácticas: el establecido en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo (CBP 2012, de orientación estructural); su versión reformada (CBP 2012 reformado) en el Real Decreto-ley 19/2022, de 22 de noviembre, y el Código de Buenas Prácticas temporal (NCBP 2022, temporal) establecido en este último real decreto y desarrollado en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de noviembre.
- b Los hogares elegibles dentro del CBP 2012 Reformado, también lo serán, de forma general, dentro del NCBP 2022 de carácter temporal, pudiendo optar entre uno y otro. No deben así sumarse el número de hogares elegibles bajo estas dos modalidades, o su capital pendiente.
- c Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable.

habrían podido acogerse al CBP en su formulación anterior. El capital pendiente de amortizar de estos hogares sería de unos 17,9 mm de euros, unos 4,8 mm de euros más que con el CBP del RDL 6/2012 antes de su reforma.

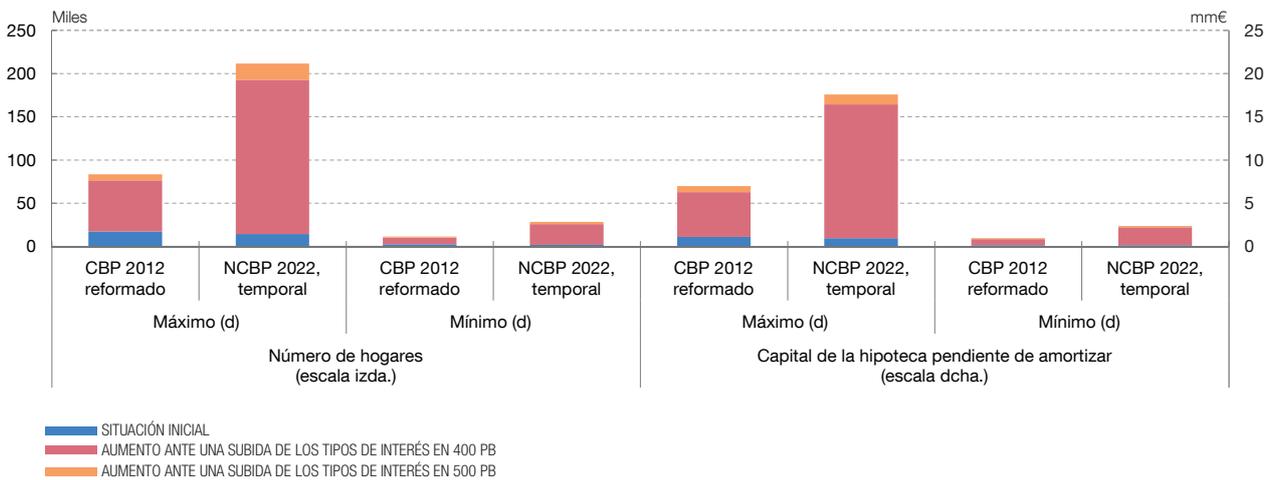
El proceso de desendeudamiento de los hogares posterior a la crisis financiera global limita en alguna medida el nivel absoluto del volumen de deuda afectado por los Códigos Buenas Prácticas. El volumen total del crédito a los hogares para la adquisición de vivienda ha descendido un 23,7 %, desde su máximo de 2010 hasta 2022. La reducción del peso sistémico del sector inmobiliario en la última década y unos criterios más prudentes de concesión de hipotecas contribuyen a limitar el impacto agregado de los programas de apoyo a los deudores con garantía inmobiliaria.

Es previsible también que no todos los hogares que pueden acogerse al CBP finalmente lo soliciten y, además, la adhesión a él no será efectiva para todos los solicitantes. Es necesario ajustar las expectativas del número de hogares que se podría acoger a los Códigos de Buenas Prácticas después de la reforma del RDL 19/2022 según la información disponible en lo referente a las solicitudes que condujeron a operaciones efectivamente realizadas para el CBP

LA POBLACIÓN ELEGIBLE EFECTIVAMENTE ACOGIDA A CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS PUEDE VARIAR DE FORMA SUSTANCIAL EN FUNCIÓN DEL NÚMERO DE SOLICITUDES Y OPERACIONES REALIZADAS

Para una subida de 400 pb en el tipo de interés de referencia y un porcentaje de solicitudes de adhesión efectivas similar al máximo observado durante dos años consecutivos para el CBP 2012 (35 % de los hogares elegibles en 2015 y 2016), el mecanismo temporal en el NCBP de 2022 alcanzaría a unos 193.000 hogares, con un capital pendiente de amortizar de 16,4 mm de euros. El mecanismo más estructural del CBP de 2012 reformado beneficiaría a unos 76.000 hogares, con una deuda pendiente de amortizar de 6,3 mm de euros. Si el porcentaje de solicitudes de adhesión efectivas fuera el de los dos años con un menor número de adhesiones efectivas (el 4,7 % de los hogares elegibles en 2019 y 2020), el número de hogares y la deuda pendiente de amortizar serían sustancialmente menores, y muy limitados.

1 RANGO DE HOGARES CON HIPOTECAS SOBRE LA VIVIENDA PRINCIPAL QUE EFECTIVAMENTE PODRÍAN ACOGERSE A LOS NUEVOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS (a) (b) (c)



FUENTES: Banco de España y Encuesta Financiera de las Familias (2020).

- Se consideran tres códigos de buenas prácticas: el establecido en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo (CBP 2012, de orientación estructural); su versión reformada (CBP 2012 reformado) en el Real Decreto-ley 19/2022, de 22 de noviembre, y el Código de Buenas Prácticas temporal (NCBP 2022, temporal), establecido en este último real decreto y desarrollado en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 22 de noviembre.
- Los hogares elegibles dentro del CBP 2012 Reformado, también lo serán, de forma general, dentro del NCBP 2022 de carácter temporal, pudiendo optar entre uno y otro. No deben así sumarse el número de hogares elegibles bajo estas dos modalidades, o su capital pendiente.
- Se supone que las subidas de los tipos de interés se trasladan completamente al coste de las deudas a tipo de interés variable.
- Aproximación del número de hogares con solicitudes de adhesión a los Códigos de Buenas Prácticas efectivamente aprobadas, según el número máximo y mínimo de las peticiones efectivamente adheridas al Código de Buenas Prácticas de 2012 (sobre el total de hogares elegibles) conforme al Código de Buenas Prácticas de 2012 en dos años consecutivos, entre 2012 y 2020.

del RDL 6/2012 previo a la reforma. Dado que tanto los posibles beneficiarios como el contexto actual no son directamente comparables con los observados en años anteriores, se consideran dos escenarios para aproximar el porcentaje de solicitudes de adhesión válidas.

El primer escenario, más representativo de las consecuencias de una crisis profunda, se define a partir de los dos años consecutivos en los que se observó un mayor número de adhesiones efectivas al anterior CBP (2015 y 2016). Durante estos años, un 64 % de los hogares elegibles solicitaron acogerse al CBP del RDL 6/2012 aunque solo un 35 % alcanzó una adhesión efectiva²⁸. El gráfico T.4 ilustra que, de acuerdo con esta tasa de adhesión efectiva y para una

²⁸ Los mismos porcentajes se aplican para obtener el capital pendiente de amortizar de los hogares que finalmente se acogen al CBP

subida de 400 pb en el tipo de interés de referencia, habría unos 193.000 hogares que podrían adherirse al NCBP del RDL 19/2022, con un capital pendiente de amortizar de 16,4 mm de euros. El CBP del RDL 6/2012, en su versión reformada de 2022, beneficiaría a unos 76.000 hogares, con un capital pendiente de amortizar de 6,3 mm de euros.

El segundo escenario, por el contrario, más representativo de una situación económica sin presión elevada sobre la capacidad de pago de los hogares, considera los dos años consecutivos con un menor número de adhesiones efectivas al anterior CBP del RDL 6/2012 (2019 y 2020). En este período de referencia, solo el 4,7 % de los hogares elegibles se adhirió a él. Bajo estos supuestos, el NCBP del RDL 19/2022 beneficiaría a unos 26.000 hogares, con un capital pendiente de amortizar de 2,2 mm de euros. El CBP del RDL 6/2012 afectaría a unos 10.000 hogares con un capital pendiente de amortizar de unos 0,8 mm de euros (véase gráfico T.4).

T.3 Impacto macroeconómico y financiero de los Códigos de Buenas Prácticas

T.3.1 Impacto potencial sobre el consumo y la actividad del RDL 19/2022

El alivio directo de la presión financiera sobre los deudores hipotecarios vulnerables por la aplicación de los Códigos de Buenas Prácticas estimularía muy moderadamente en el corto plazo el nivel de consumo de los hogares y del PIB real. Los hogares vulnerables elegibles para la aplicación de medidas en el CBP del RDL 6/2012 y en el NCBP del RDL 19/2022, se sitúan en el rango inferior de la distribución de renta (en menor medida en el caso del NCBP), y presentan una propensión marginal al consumo (PMC) elevada. Así, es esperable que la reducción de cuotas hipotecarias asociada a las medidas de reestructuración o novación se traduzca en un grado elevado en un mayor nivel de consumo en el corto plazo. Por ejemplo, bajo el supuesto de tasas de adhesión efectiva relativamente elevadas de acuerdo con la experiencia del CBP del RDL 6/2012, el efecto de las medidas en 2023 supondría un aumento aproximado del nivel de consumo de 0,1 pp en ese año, y de 0,03 pp para el nivel del PIB real (véase gráfico T.5)²⁹. La respuesta de estas variables al efecto de los programas se disiparía con relativa rapidez, en parte debido a la PMC elevada de los hogares elegibles para las medidas, que llevaría a una aplicación bastante inmediata del ahorro en términos de pagos hipotecarios a sostener el consumo.

La extensión en el tiempo de las carencias y otras medidas, como la dación en pago o la rebaja de comisiones, podrían introducir estímulos más prolongados sobre el consumo y la actividad. La extensión de carencias más allá

²⁹ El beneficio macroeconómico de las reestructuraciones puede incluir también otros efectos, como el hecho de evitar la situación de impago hipotecario del hogar, que lastraría su confianza y nivel de consumo. En esta sección, se cuantifica sólo el efecto directo a través de una menor carga financiera.

de 2023 introduciría, al menos para algunos hogares, perturbaciones positivas adicionales a sus fondos destinables al consumo y sería esperable una respuesta adicional positiva de este. Igualmente, las medidas adicionales a los Códigos de Buenas Prácticas en el RDL 19/2022 (e.g., suspensión de ciertas comisiones bancarias) y las medidas sustitutivas y complementarias en el CBP 6/2012 son también conducentes a una menor presión financiera y mayor capacidad de gasto de los hogares en el corto plazo, que, además, en distintos casos, reducirían su nivel de endeudamiento, teniendo así cierto papel estabilizador del ciclo económico. En cualquier caso, estos efectos adicionales también serían de tamaño moderado.

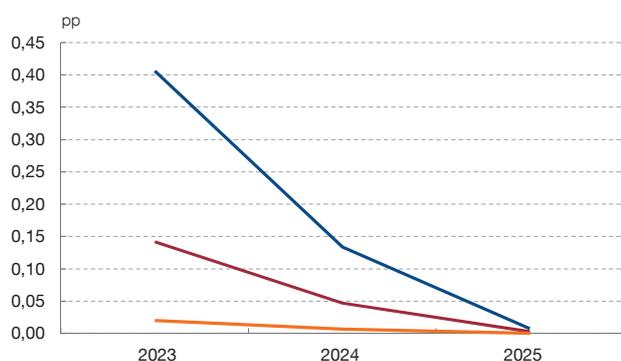
El efecto agregado de las medidas estaría limitado por el tamaño relativo de la población elegible y por las expectativas de participación parcial de esta en este tipo de medidas. Como se ha descrito con detalle en subsecciones anteriores, la población elegible objetivo de estas medidas está limitada a segmentos de hogares vulnerables o en riesgo de vulnerabilidad con deuda hipotecaria, con un peso relativo limitado sobre el conjunto de este sector. Esto constituye una característica deseable del programa, para limitar las potenciales distorsiones en el mercado de crédito hipotecario, y evitar modificaciones de las condiciones contractuales que supongan una transferencia de renta de prestamistas a prestatarios no vulnerables. Además, la experiencia histórica del CBP del RDL6/2012 señala que solo una fracción de los hogares elegibles se adheriría efectivamente a las medidas. Si el impacto en la capacidad de pago de los hogares del incierto contexto económico actual fuera menor del esperado y el porcentaje que optase a medidas fuera relativamente bajo de acuerdo con los datos históricos del CBP del RDL 6/2012, el impacto en consumo y PIB sería poco relevante. El impacto en estos agregados macroeconómicos de una participación plena de los hogares elegibles debe interpretarse solo como una cota superior elevada de los efectos que podrían producirse (véase gráfico T.5).

En un horizonte temporal más largo, el efecto de las distintas medidas del RDL 19/2022 sobre la evolución del nivel de deuda preexistente de los hogares también tendría implicaciones sobre la actividad. Como se analiza con más detalle en la subsección siguiente, la aplicación de carencias y extensiones de plazo sobre la deuda hipotecaria implica de forma general que esta permanece en niveles más elevados por más tiempo, lo que puede incrementar los gastos por intereses pagados a lo largo de la vida del hogar, y distraer así recursos para el consumo de bienes y servicios en períodos posteriores. Si este efecto negativo se produce en períodos de la vida del hogar en los que este presenta menor vulnerabilidad, sería todavía coherente con una función estabilizadora de este tipo de medidas. Por el contrario, medidas como la reducción de comisiones para la amortización anticipada de préstamos o las medidas sustitutivas y complementarias en el CBP del RDL 6/2012 contribuirían a reducir el nivel de endeudamiento preexistente de los hogares, limitando su efecto negativo sobre el crecimiento de la actividad en el largo plazo.

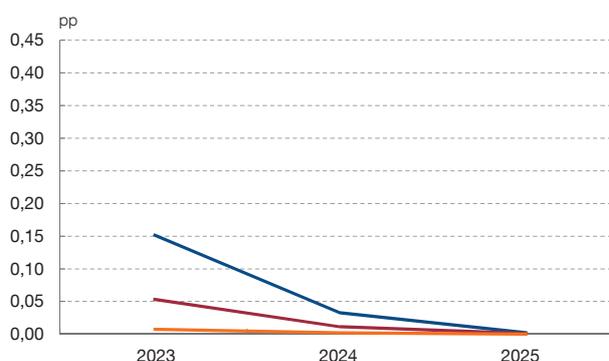
EL RECURSO A LAS MEDIDAS ESTRUCTURALES Y TEMPORALES EN LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS PUEDE ESTIMULAR EN CIERTA MEDIDA LOS NIVELES DE CONSUMO Y ACTIVIDAD A CORTO PLAZO

Bajo el supuesto de que la crisis actual induce a un porcentaje alto de hogares —de acuerdo con la experiencia histórica de solicitudes y aceptaciones del CBP del RDL 6/2012— a optar a medidas de CBP y NCBP, los niveles de consumo y PIB real podrían crecer en 2023 respectivamente, en 0,15 y 0,05 pp, disipándose la respuesta con relativa rapidez. Si las condiciones de pago de los hogares se mantienen estables a pesar del entorno de crisis y un porcentaje reducido opta a medidas, el impacto macroeconómico no sería material. El supuesto de que todos los hogares elegibles optan a medidas es una cota superior de impacto muy elevada, dada la experiencia histórica de participación limitada en el CPB del RDL 6/2012.

1 IMPACTO SOBRE EL CONSUMO AGREGADO DE LA REDUCCIÓN DE PAGOS DE DEUDAS HIPOTECARIAS POR APLICACIÓN DE LOS CBP (a) (b)



2 IMPACTO SOBRE EL PIB REAL DE LA REDUCCIÓN DE PAGOS DE DEUDAS HIPOTECARIAS POR APLICACIÓN DE LOS CBP (a) (b)



— USO DEL CBP - TODOS LOS HOGARES ELEGIBLES (c)
 — USO DEL CBP - PORCENTAJE ALTO DE HOGARES ELEGIBLES (c)
 — USO DEL CBP - PORCENTAJE BAJO DE HOGARES ELEGIBLES (c)

FUENTE: Banco de España.

- a Se presenta la respuesta de la variable de interés (nivel de consumo agregado o PIB real) a una perturbación positiva de renta en 2023 de los hogares con menor nivel de esta y una propensión marginal al consumo elevada. La perturbación positiva de renta se calibra de acuerdo con la reducción esperada (con respecto a un escenario base en ausencia de medidas) de pagos de cuotas hipotecarias resultado de aplicar las medidas del CBP del RDL 6/2012 para hogares vulnerables y del NCBP del RDL 19/2022 para hogares en riesgo de vulnerabilidad. Asimismo, esta calibración considera el peso de los hogares vulnerables y en riesgo de vulnerabilidad sobre el total de este sector y distintos supuestos sobre las tasas de solicitud y aceptación de medidas al amparo del CBP y del NCBP. La reducción de cuotas hipotecarias en años posteriores a 2023 como resultado de estas medidas generaría efectos adicionales.
- b Se presenta la desviación en puntos porcentuales del nivel de la variable en cada año con respecto al que correspondería en un escenario con ausencia de medidas.
- c Se consideran tres supuestos sobre el porcentaje de hogares vulnerables que acceden de forma efectiva a medidas de alivio de acuerdo con el CBP y el NCBP: i) todos los hogares elegibles acceden a medidas, ii) los hogares elegibles acceden a medidas en un porcentaje alto, de acuerdo con valores elevados de tasas de solicitud y aceptación en la serie temporal observada para el CBP del 6/2012 y iii) los hogares elegibles acceden a medidas en un porcentaje bajo, de acuerdo con valores reducidos de tasas de solicitud y aceptación en la serie temporal observada para el CBP del RDL 6/2012.

El recurso a los Códigos de Buenas Prácticas también puede generar restricciones al acceso al crédito nuevo en el futuro. En la medida en que el uso de estas medidas señala una menor calidad crediticia de los deudores, esto aumentaría los costes esperados en términos de dotaciones de deterioro de proporcionarles crédito, lo que reduciría la capacidad y los incentivos de entidades bancarias y otros proveedores de crédito de participar en nuevas operaciones con ellos³⁰. Estas mayores dificultades para acceder en el futuro al mercado de crédito reducirían para estos hogares la capacidad de amortiguar perturbaciones negativas futuras de renta o

30 Este tipo de efectos contrapuestos de las medidas de apoyo a los hogares son relevantes en el marco de otras políticas. Estos pueden llegar a afectar de hecho a toda la población elegible y no solo a la parte de ella que recurra a las medidas. Por ejemplo, el establecimiento de ciertas medidas de protección de los inquilinos puede reducir la oferta de vivienda en alquiler. Véase, por ejemplo, David López Rodríguez y M.^a de los Llanos Matea (2020) «La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: Una revisión de la experiencia internacional».

anticipar expectativas de un mayor crecimiento. Esto limita los incentivos para un uso estratégico de los Códigos de Buenas Prácticas de hogares vulnerables que conservan su capacidad de pago. Para aquellos hogares incapaces de hacer frente a los pagos en ausencia de modificación de las condiciones contractuales, la señal negativa de recurrir a medidas del CBP del RDL 6/2012 o del RDL 19/2022 no constituiría un coste diferencial, ya que la alternativa del impago igualmente sería una mala señal de su calidad de crédito y restringiría, incluso en mayor medida, su acceso futuro al crédito.

T.3.2 Impacto potencial sobre el endeudamiento y carga financiera de los hogares del RDL 19/2022

En el corto plazo, distintas medidas del marco del RDL 19/2022 podrían contribuir a limitar el incremento de hogares con carga financiera elevada³¹. Como se ha analizado en el cuerpo del IEF, el peso de estos hogares (véase Gráfico 1.9 del capítulo 1) aumentará previsiblemente —en ausencia de medidas— como resultado del ascenso de los tipos de interés de referencia. Por su propia definición, estos hogares tienen una mayor probabilidad de cumplir algunos criterios de elegibilidad de los Códigos de Buenas Prácticas como el de aumento de la carga hipotecaria o el del nivel mínimo que esta representa sobre la renta neta del hogar, y así de acceder a medidas como las carencias, que, por su propio diseño, pueden, en el corto plazo, reducir marcadamente sus gastos financieros y cancelar potencialmente el efecto de la subida de tipos de interés. El uso de medidas complementarias y sustitutivas de las reestructuraciones bajo el CBP del RDL 6/2012, como quitas y dación en pago, tendría un efecto aún mayor en la reducción de carga financiera. Es necesario notar que parte del aumento de hogares con carga financiera elevada, se producirá esperablemente fuera de los niveles inferiores de renta (por encima del percentil 40) y que, de forma general, estos no serían elegibles para carencias, ampliaciones de plazo u otras medidas bajo Códigos de Buenas Prácticas. Estos hogares de mayor renta podrían todavía beneficiarse de las menores comisiones por conversión de hipotecas a tipo fijo, y reducir su nivel de riesgo de tipo de interés a un menor coste.

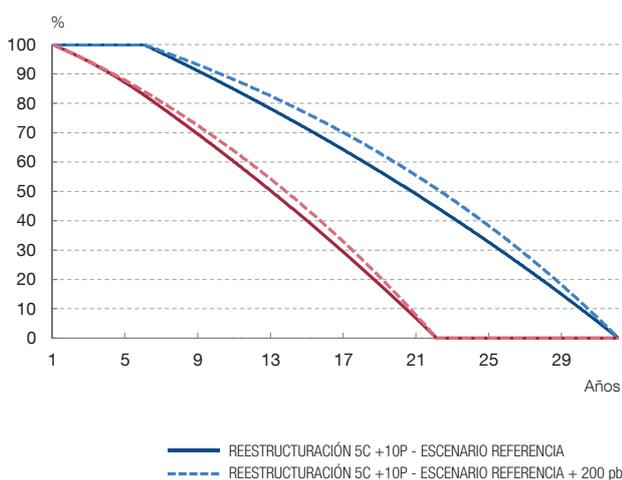
Sin embargo, la aplicación de períodos de carencia largos y extensiones de plazo prolongadas puede contribuir a un nivel medio de endeudamiento más elevado durante la vida del hogar, que sería sensible al nivel futuro de los tipos de interés. Por definición, este tipo de medidas prolonga el plazo de la deuda hipotecaria y, además, esta se mantendría más alta durante más tiempo si se produjeran subidas adicionales de los tipos de interés. Los esquemas de amortización más habituales (e.g., método francés) implican un menor peso relativo de la devolución del principal en relación con el gasto por interés en los plazos más cercanos al presente, con lo que alejar el vencimiento implica mecánicamente un freno de la devolución del principal. El efecto es mayor cuanto más alto sea el nivel futuro de los tipos de interés,

31 La carga financiera neta se considera elevada cuando es superior al 40 % de la renta del hogar.

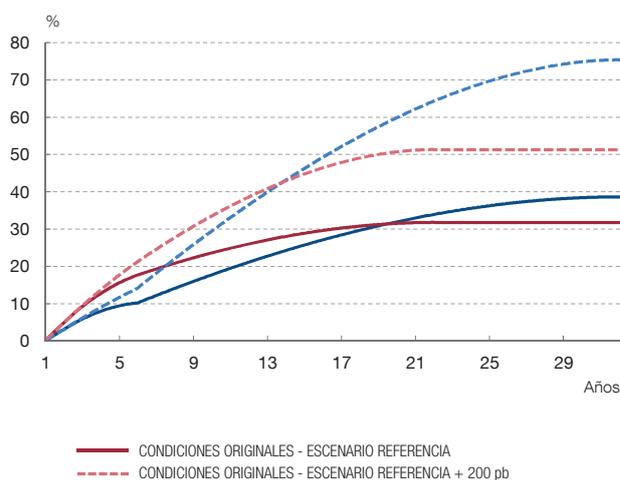
EL USO DE ALGUNAS MODIFICACIONES CONTRACTUALES EN LOS CÓDIGOS DE BUENAS PRÁCTICAS TAMBIÉN IMPLICA COSTES PARA LOS HOGARES, EN FORMA DE UN NIVEL DE ENDEUDAMIENTO MAYOR Y MÁS PROLONGADO Y MAYORES GASTOS

El objetivo principal de las medidas contempladas en el CBP del 6/2012 y en NCBP del RDL 19/2022 es evitar que los problemas de liquidez de hogares vulnerables devenguen en la pérdida de su vivienda, lo que tiene graves costes socioeconómicos. No obstante, elementos como las carencias o extensiones de plazos implican un endeudamiento del hogar mayor y más prolongado en el tiempo, y un mayor nivel de gastos de interés a largo plazo, así como mayor sensibilidad de estos a posibles subidas de tipos de interés futuras.

1 ILUSTRACIÓN DEL EFECTO DE REESTRUCTURACIÓN SUJETA AL CBP DE RDL 6/2012 SOBRE PRINCIPAL (a) (b) (c)



2 ILUSTRACIÓN DEL EFECTO DE REESTRUCTURACIÓN SUJETA AL CBP DE RDL 6/2012 SOBRE GASTOS DE INTERESES ACUMULADOS (a) (b) (c) (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Se considera una hipoteca con condiciones originales con un plazo aproximado de 21 años y un tipo de interés del 4,8 %, supuestos representativos de las condiciones de un préstamo hipotecario preexistente a tipo variable al inicio de 2023. Los supuestos de reestructuración consideran la aplicación del CBP RDL 6/2012 para reestructurar la operación con una carencia de cinco años (con tipo aplicable euribor -0,1 pp) y una extensión de plazo de la operación a 10 años. Durante la carencia, el principal se mantiene constante y su amortización se reactiva y completa entre el final del año 5 y el año 31. Bajo el escenario de referencia, el euribor y el tipo medio hipotecario descienden de forma homogénea aprox. 300 pb desde el final del primer año restante de plazo hasta el final del quinto, manteniéndose constantes a partir de ese momento hasta el vencimiento del préstamo. Bajo el escenario alternativo, el nivel del euribor y el tipo hipotecario al final de los cinco primeros años es 200 pb superior al del escenario de referencia, manteniéndose constante en ese mayor nivel a partir de ese punto.
- b Estas simulaciones se presentan solo con propósitos ilustrativos. En la práctica, entre otros factores, las diferencias con respecto a los supuestos en términos de sendas de tipos de interés, términos de carencia y plazo aplicados o método de prorrata de los pagos de principal no satisfechos durante la carencia pueden generar sendas distintas de devolución del principal de la deuda y gastos de interés acumulados. Los escenarios aplicados de tipos de interés no deben interpretarse como previsiones.
- c En cada fecha, se presenta la ratio entre principal pendiente de amortizar y principal en la fecha inicial del ejercicio de simulación.
- d En cada fecha, se presenta la ratio entre los gastos de interés acumulados hasta entonces y el principal en la fecha inicial del ejercicio de simulación.

que aumentaría el peso relativo de los gastos por este concepto en las cuotas más cercanas al momento presente (véase un ejemplo ilustrativo en el gráfico T.6.1). En sentido contrario, la reducción de comisiones para la amortización anticipada de préstamos, que puede incentivar que esta sea mayor, o las medidas sustitutivas y complementarias en el CBP del RDL 6/2012 reducirían el endeudamiento de los hogares. También hay que tener en cuenta que las medidas adoptadas para favorecer la conversión de operaciones de tipo variable a tipo fijo eliminarían la sensibilidad a cambios futuros en los tipos de interés para los hogares que se acojan a esta posibilidad.

Igualmente, el mayor nivel de deuda mantenido por el hogar durante más tiempo podría traducirse en mayores gastos por intereses a lo largo de la vida del

préstamo. Un mayor nivel de deuda hipotecaria incrementaría la base sobre la que se calculan los pagos por interés en múltiples períodos futuros³². Algunas de las medidas, como la limitación en el CBP del RDL 6/2012 de los tipos de interés al euríbor menos 0,1 pp para los hogares más vulnerables durante el período de carencia, pueden compensar al menos parcialmente este incremento de los gastos de interés. En el conjunto de la vida del préstamo con tipo de interés variable, en particular si este tiene un plazo prolongado, unos tipos de interés de referencia futuros distintos de las expectativas iniciales pueden alterar materialmente los gastos por interés acumulados (véase un ejemplo ilustrativo en el gráfico T.6.2). De nuevo, aquellos hogares que se acojan a medidas que sí permitan una reducción de deuda experimentarían el efecto contrario.

Los impactos en los niveles de deuda y gastos financieros de los hogares resultantes del RDL 19/2022 generan distintos costes y beneficios sobre estos y sobre los proveedores de crédito, y es necesaria una valoración conjunta de ellos. El objetivo principal de las operaciones de reestructuración y novación contempladas en el CBP del RDL 6/2012 y NCBP del RDL 19/2022 es evitar que los problemas de liquidez de hogares que son vulnerables, o que están en riesgo de serlo, devengan en la pérdida de su vivienda. Esto ocasiona graves costes socioeconómicos, directamente sobre el hogar afectado, pero también sobre el conjunto de la sociedad, por la plausible reducción de la productividad de sus miembros y la alteración de sus planes de consumo, así como por la pérdida de valor del inmueble que actúa como garantía. Las reestructuraciones y las novaciones facilitan el esfuerzo financiero adicional que requiere afrontar las necesidades de liquidez sobrevenidas a los hogares elegibles para evitar estas consecuencias tan negativas, pero no suprimen la necesidad de incurrir en costes financieros asociados a él. Las medidas sustitutivas y complementarias dentro del CBP del RDL 6/2012 (e.g., quita y dación en pago), la suspensión de comisiones o la amortización anticipada reducen la deuda financiera del hogar, pero a costa de trasladar mayores costes financieros al proveedor de crédito, que puede ver así reducida en alguna medida su solvencia. Como ya se ha señalado, esto podría afectar también negativamente a su capacidad de intermediación, y los hogares que hagan uso de ellas tendrían plausiblemente una capacidad débil de recurrir al crédito para afrontar gastos en el futuro.

T.3.3 Medidas de los Códigos de Buenas Prácticas y calidad de la cartera de crédito bancario garantizado con inmuebles residenciales

Las reestructuraciones aparecen relacionadas en la normativa contable con las dificultades de pago de los deudores. Las reestructuraciones, y

32 Es necesario tener en cuenta que incluso si la reestructuración conduce a una reducción del valor presente neto del préstamo para el acreedor, esta puede implicar que, en ciertas fechas futuras, el monto de pagos de interés y devoluciones de principal sea superior para el hogar, presionando en ellas su capacidad de pago. Como, ejemplo ilustrativo, concentrar todas las cuotas previamente pactadas en la fecha de vencimiento del préstamo con un pequeño recargo de interés reduciría su valor presente neto, pero generaría una presión de pago elevada en esa fecha final.

también otro tipo de modificaciones asimilables concedidas por una entidad en una determinada operación de crédito, como las refinanciaciones, se distinguen de las simples renovaciones o renegociaciones de términos porque, en su ausencia, se producirían dificultades de reembolso de sus obligaciones para los deudores concretos asociados a la misma³³. Desde el punto de vista contable, la situación financiera del deudor que lleva a la reestructuración o refinanciación estará asociada típicamente a señales de riesgo que lleven a su clasificación como vigilancia especial³⁴ (e.g., la presencia de pagos vencidos y no satisfechos con una antigüedad de entre 30 y 90 días) o incluso una situación de dudosa³⁵. En este último caso, es importante distinguir entre la presencia de impagos objetivos, que reducen los flujos de caja para las entidades y son más gravosos, y una clasificación como dudoso subjetivo, en el que no se ha producido impago superior a 90 días, pero las características del deudor o la operación llevan a estimar que esto es altamente probable. Hay que tener en cuenta sin embargo que estas modificaciones contractuales son una herramienta de gestión del riesgo, que puede prevenir o contribuir a corregir situaciones de mayor deterioro de la calidad crediticia. En cualquier caso, cuando las reestructuraciones y refinanciaciones aparecen vinculadas a operaciones en situación dudosa o de vigilancia especial, la regulación, obedeciendo a un adecuado seguimiento contable del riesgo, establece requisitos estrictos para su eventual reclasificación en situación normal³⁶.

Para propósitos contables, la modificación de condiciones contractuales cuando no existen dificultades presentes de pago en una operación de préstamo no tendría la consideración de reestructuración ni estaría asociada necesariamente a una reclasificación negativa de la calidad crediticia. Para que esta última se produzca, es necesario que se constaten problemas de pago y que la entidad que concede el préstamo realice concesiones contractuales a los deudores concretos que participan en la operación. De forma relacionada, es

33 Los puntos 18 y siguientes del anejo 9 de la [Circular 4/0217](#) definen distintas situaciones de modificación de las condiciones de la operación de crédito, distinguiendo entre las refinanciadas y reestructuradas, y las renovadas o renegociadas. La diferencia principal entre estas dos tipologías es que, las refinanciaciones y reestructuraciones son facilidades concedidas por una entidad para que los deudores concretos asociados a la operación se mantengan al día de sus obligaciones de pago. Por otro lado, en la refinanciación y en la renovación, se utiliza una nueva operación para facilitar el cumplimiento de la operación original, mientras que, en el caso de la reestructuración y renegociación, se modifican directamente las condiciones de la operación original. El CBP del RDL 6/2012 y el NCBP del RDL 19/2022 consideran exclusivamente cambios de condiciones y no refinanciaciones o renovaciones.

34 De acuerdo con el punto 92 del anejo 9 de la [Circular 4/0217](#), se clasificarán en situación de vigilancia especial las operaciones que, sin cualificar como riesgo dudoso o fallido, presentan aumentos significativos del riesgo de crédito desde el reconocimiento inicial en balance. Las circunstancias que motivan una reestructuración pueden en múltiples casos llevar también a una valoración de situación de vigilancia especial.

35 La clasificación como riesgo de dudosa recuperación puede deberse a la morosidad objetiva (impagos de más de 90 días de antigüedad) o a circunstancias subjetivas (e.g. la fuerte caída del volumen de negocio de una empresa deudora). En los riesgos fallidos, se considera que el deterioro de la solvencia de la operación o del deudor son notorios e irreversibles. Véanse respectivamente los puntos 103 y 126 del anejo 9 de la [Circular 4/0217](#).

36 Véase por ejemplo los puntos 100 y siguientes, y puntos 115 y siguientes del Anejo 9 de la [Circular 4/2017](#). En particular, la salida de la situación de vigilancia especial requiere un periodo de prueba lo suficientemente largo para constatar la mejora de la calidad crediticia.

relevante notar también que las limitaciones a un efecto admisible de 0,5 pp sobre el valor descontado actual de los préstamos como resultado de revisiones de los tipos de interés en ciertos períodos en las novaciones dentro del NCBP del RDL 19/2022 y de las medidas para hogares vulnerables con menor merma de poder adquisitivo en el CBP del RDL 6/2012 limitarían directamente la posibilidad de que estos préstamos sean clasificados como en situación de impago («*default*») para propósitos prudenciales, incluso si llegarán a ser considerados como reestructuraciones³⁷.

Las diversas medidas contempladas en los Códigos de Buenas Prácticas tienen así distintas probabilidades asociadas de ser clasificadas en estados deteriorados de calidad crediticia. De forma general, desde el punto de vista contable, la novación o renegociación de condiciones que se produzca en ausencia de señales de un incremento significativo del riesgo de impago considerando toda la vida de la operación podría mantenerse en una situación normal. En este caso, las medidas tendrían un carácter eminentemente preventivo y temporal. La aplicación de modificaciones contractuales, en particular en el caso de las reestructuraciones bajo el CBP del RDL 6/2012, reformado por el RDL 19/2022, aparecería asociada con una mayor frecuencia a una clasificación en vigilancia especial, si las señales de deterioro de la calidad de crédito son más evidentes, o incluso como dudoso contable o prudencial³⁸, ante señales todavía más marcadas de deterioro o la presencia de impagos objetivos, y en particular si se observa una reducción material del valor descontado presente del préstamo. La aplicación de medidas con mayores extensiones de plazo o carencia aumentaría la probabilidad de clasificación en dudoso³⁹. La aplicación de quitas como medidas complementarias a las reestructuraciones viables del CBP del RDL 6/2012 estaría asociada de forma general a una clasificación como dudoso. En el caso de la dación en pago, se produciría, en el contexto del CBP del RDL 6/2012, la adjudicación de la vivienda que actúa como garantía real del préstamo y el reconocimiento de pérdidas por la parte del préstamo no cubierta por el valor de la garantía.

El sector bancario afrontaría el impacto del deterioro macrofinanciero y de las potenciales reclasificaciones por aplicación de medidas del CBP desde una

37 La aplicación de las directrices de la ABE (EBA/GL/2016/07) desde el 1 de enero de 2021 respecto a la nueva definición de impago de conformidad con el artículo 178 del Reglamento (UE) n° 575/2013 ha generado la existencia de ciertas diferencias entre los importes calificados como «dudosos contables» (definición contable recogida en la Circular 4/2017 del Banco de España) y los «*defaults* prudenciales» (según las citadas directrices de la ABE). Uno de los criterios para determinar la presencia de *defaults* prudenciales es que el valor descontado presente del préstamo se reduzca en más de un 1 %.

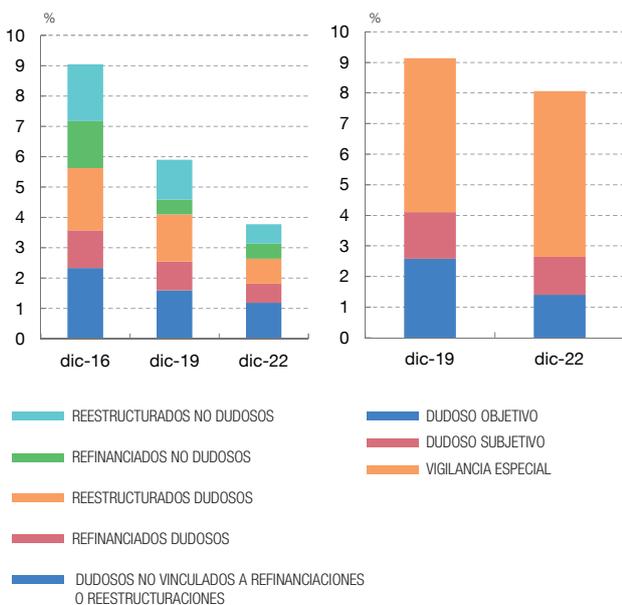
38 El artículo 47bis.2 del Reglamento (UE) N° 575/2013 establece que se clasificarán como «non-performing exposures» («dudosos prudenciales») las exposiciones en las que se ha producido impago de conformidad con el artículo 178 de este reglamento («*defaults* prudenciales») y las exposiciones que se consideren deterioradas conforme al marco contable aplicable (cuando se aplique la Circular 4/2017 serán los «dudosos contables» según su Anejo 9).

39 En particular, de acuerdo con el punto 116 de la Circular 4/2017 del Banco de España, los periodos de carencia superiores a dos años llevarían a la clasificación como dudoso de una operación que tenga la consideración de reestructuración, y también de refinanciación.

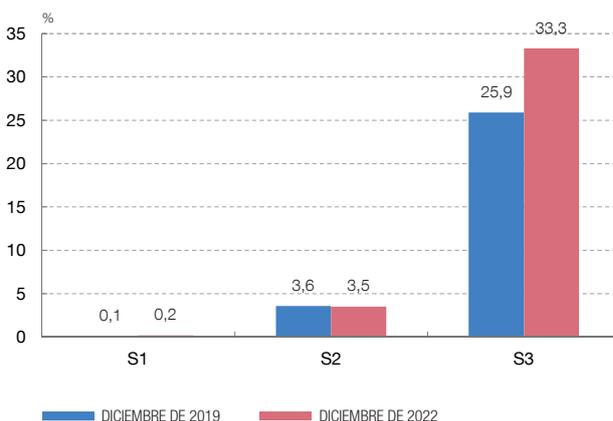
LAS OPERACIONES REESTRUCTURADAS Y REFINANCIADAS REPRESENTAN UNA FRACCIÓN RELEVANTE DE LOS PRÉSTAMOS CON GARANTÍA DE VIVIENDA EN SITUACIÓN DUDOSA, PERO TAMBIÉN PUEDEN AYUDAR A PREVENIR O CORREGIR ESTA SITUACIÓN Y A LIMITAR LOS COSTES ASOCIADOS

Los préstamos reestructurados y refinanciados han perdido peso entre 2016 y 2019 sobre el total de los préstamos a hogares garantizados con inmuebles, de forma coherente con la normalización de la actividad económica y la mejora de la calidad media de los balances. Se observa una proporción superior de este tipo de operaciones en situación dudosa con respecto a las no dudosas, indicando un papel histórico más correctivo que preventivo. En la elevada diferencia en términos de cobertura entre dudoso y otras situaciones destaca el potencial beneficio de una adecuada aplicación de las medidas de modificación contractual en el Código de Buenas Prácticas.

1 CALIDAD CREDITICIA DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS GARANTIZADOS POR INMUEBLES RESIDENCIALES. PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL DE CRÉDITO



2 PORCENTAJE DE COBERTURA EN CADA SITUACIÓN DE RIESGO. CARTERA DE PRÉSTAMOS GARANTIZADOS POR INMUEBLES RESIDENCIALES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Las fases de deterioro S1, S2 y S3 que se muestran en el gráfico están altamente correlacionadas con las fases normal, normal en vigilancia especial y dudoso de la Circular 4/2017.

situación inicial favorable de la calidad del crédito a hogares con garantías inmobiliarias. El peso de las reestructuraciones y refinanciaciones sobre el total de deuda bancaria de los hogares garantizada con inmuebles presenta una tendencia descendente desde el final de la crisis financiera global. En particular, de manera coherente con la normalización de la actividad económica y el proceso general de mejora de la calidad de los balances bancarios en el período posterior a esta crisis, la ratio de operaciones reestructuradas dudosas para esta cartera ha descendido 1,2 pp desde 2016, hasta situarse en torno al 0,8% en 2022. En el caso de las operaciones refinanciadas dudosas, su ratio sobre el total de la cartera ha descendido 0,6 pp hasta situarse en el 0,6% (véase gráfico T.7.1). La menor presión sobre la capacidad de pago de los hogares se ha traducido en un menor recurso a estas herramientas financieras para la gestión de los problemas de liquidez y solvencia de los deudores hipotecarios. El peso de los dudosos no vinculados a reestructuraciones y refinanciaciones también ha descendido en el período 2016-2019. Para el período más reciente, se observa sin

embargo un repunte de 0,4 pp del peso de los préstamos en vigilancia especial sobre el conjunto de la cartera, llegando al 5,5 % en 2022 (véase gráfico T.7.1).

Las operaciones reestructuradas y refinanciadas concentran un volumen mayor en situaciones de calidad crediticia dudosa. En particular, el peso de las reestructuraciones (refinanciaciones) dudosas sobre el total de la cartera excedía en 2022 en un 26 % (30 %) al de las operaciones de este tipo que no eran dudosas. En 2022, el peso de los refinanciados y reestructurados dudosos sobre el total de la cartera alcanzaba así el 1,5 %, frente al 1,2 % para la fracción no dudosa de este tipo de operaciones. En años anteriores, también se observa una mayor proporción de dudosos en este tipo de operaciones (véase gráfico T.7.1). Esto muestra para el conjunto de la cartera una cierta predominancia del papel de estas herramientas para gestionar el crédito dudoso, frente a un rol preventivo. Hay que tener en cuenta además que, de acuerdo con la normativa, parte del crédito no dudoso de reestructuraciones y refinanciaciones se correspondería con operaciones en vigilancia especial después de haber abandonado la situación dudosa. No obstante, dentro de la clasificación de dudoso, la aplicación de una reestructuración puede llegar todavía a prevenir el impago objetivo e incurrir en una situación de morosidad. Estas observaciones no impiden además que estas herramientas también puedan ayudar, al menos en algunos casos, a limitar la entrada en dudoso, y que esta función pueda tener potencialmente una mayor importancia en las reestructuraciones resultado de la aplicación de los Códigos de Buenas Prácticas.

Las reestructuraciones y refinanciaciones pueden incrementar a corto plazo los costes de las entidades bancarias por coberturas por deterioro, pero a medio plazo pueden contribuir a reducirlos si se frena la migración de estos préstamos hacia peores estados o se facilita su recuperación posterior. La presencia de la vivienda como garantía real contribuye a que las pérdidas esperadas en caso de impago sean relativamente reducidas en los préstamos a hogares con garantía de inmuebles residenciales. A pesar de ello, la cobertura mediante provisiones contables, y sus gastos asociados, se incrementan notablemente cuando un préstamo se reclasifica desde situación normal. Con datos para 2022, para el total de entidades de depósito, el porcentaje de cobertura (provisiones contables sobre el importe de los préstamos) crecería desde el 0,2 % (normal) hasta el 3,5 % (vigilancia especial) y el 33,3 % (dudoso) (véase gráfico T.7.2). Adicionalmente, la dación en pago con extinción de responsabilidad del deudor requeriría cubrir completamente el importe de los préstamos que exceda el valor de la garantía de vivienda. En la medida en que las reestructuraciones bajo el CBP del RDL 6/2012 y el NCBP del RDL 19/2022 contribuyan a frenar la migración hacia peores estados de clasificación crediticia o a favorecer la recuperación hacia mejores estados, conducirán a menores costes por deterioro por parte de las entidades.

Desde esta perspectiva, es también importante destacar la orientación de los Códigos de Buenas Prácticas a los hogares vulnerables y en riesgo de

vulnerabilidad. Son los deudores incluidos dentro de estos grupos los que presentan una mayor sensibilidad de su capacidad de pago al deterioro de las condiciones macrofinancieras, y este efecto estará presente independientemente de que se apliquen modificaciones contractuales y, en particular, una reestructuración bajo el CBP del RDL 6/2012, reformado por el RDL 19/2022. El deterioro de la calidad crediticia de aquellos que vean deteriorada su situación laboral o nivel de renta en un entorno de crisis es esperable que sea igual o mayor en ausencia de medidas de la modificación de condiciones contractuales. De hecho, en estos casos, estas facilitarían mitigar las consecuencias de la perturbación macrofinanciera tanto para acreedores como para deudores. Por el contrario, si las medidas de los Códigos de Buenas Prácticas no estuvieran focalizadas y fueran excesivamente prescriptivas, podrían producir simples transferencias de renta de acreedores a deudores, forzando además un crecimiento de provisiones adicional en los primeros y limitando su capacidad de intermediación. Así, es importante una implementación adecuada de estas medidas en línea con los criterios de elegibilidad fijados en la normativa que los desarrolla. En este sentido, es importante recordar que la clasificación de un préstamo como dudoso implica que el acreditado tenga mayores dificultades para acceso al crédito mientras se encuentre en esa situación y, posiblemente también a futuro. Esto limita los potenciales problemas de riesgo moral que pueden generar este tipo de medidas, ya que pueden tener un coste para el acreditado.

T.4 Conclusiones

El RDL 19/2022 fija un marco amplio de protección de hogares vulnerables y en riesgo de vulnerabilidad, facilitando también de forma general la adaptación de todos los deudores hipotecarios al entorno de mayores tipos de interés. Como se ha presentado en las secciones T.1 y T.2, la proporción de hogares elegible para las distintas medidas de los Códigos de Buenas Prácticas contempladas en el marco resultante de este RDL es sustancialmente mayor que la que podía acogerse al CBP del RDL 6/2012 bajo su formulación original. Además, medidas adicionales en el RDL 19/2022 como la suspensión temporal del devengo de comisiones por conversión de las operaciones de tipo variable a fijo, alcanzan al conjunto de los deudores hipotecarios. No obstante, es necesario tener en cuenta que, en gran parte, las medidas aplicables a los hogares afectados por la ampliación de la elegibilidad tienen un alcance más limitado que las de la redacción anterior del RDL 6/2012 y una efectividad temporal acotada. Esto reflejaría su menor grado de vulnerabilidad relativa y la naturaleza coyuntural, vinculada a las perturbaciones macrofinancieras posteriores a la invasión rusa de Ucrania, de parte de los riesgos que afrontan.

La experiencia de la aplicación del CBP del RDL 6/2012 señala que este tipo de medidas tienen un rol particularmente relevante como mecanismo de absorción de las consecuencias de crisis, con una función más limitada en

situaciones normales. Tanto el volumen de solicitudes de aplicación del CBP 6/2012 como su tasa de realización fueron significativamente más elevados en los años más próximos al fin de la crisis financiera global, repuntando también durante la crisis sanitaria, aunque más levemente por la menor presión que esta ejerció sobre la capacidad de pago de los hogares dadas las medidas de protección implementadas. En situaciones más alejadas de crisis, la aplicación del CBP del RDL 6/2012 ha sido mucho más reducida, pero no nula, con lo que tendría también una función estructural secundaria de apoyo a los hogares vulnerables afectados por factores idiosincráticos en momentos normales del ciclo económico. El diseño de la reforma en el RDL 19/2022 se orienta especialmente a la dimensión coyuntural, al introducir un mecanismo puramente temporal como el NCBP, suspender ciertas comisiones bancarias hasta 2024, o modular las condiciones del CBP del RDL 6/2012, que es un mecanismo de naturaleza permanente, en función del grado de deterioro de la capacidad adquisitiva del hogar, que es previsible que sea mayor en situaciones de crisis.

Es esperable que la implementación de estas medidas tenga un efecto positivo muy moderado a corto plazo en el consumo y en el nivel de actividad del PIB.

Los hogares vulnerables o en riesgo de vulnerabilidad en los que se focalizan estas medidas tienen una propensión marginal al consumo elevada, en particular en un entorno macroeconómico desfavorable, y es esperable que la reducción de gastos financieros en el corto plazo asociada a distintas medidas del marco resultante del RDL 19/2022 se traduzca en un impulso al consumo, que también se transmitiría al conjunto del PIB real. El tamaño total del estímulo macro estaría sin embargo acotado por el número limitado de hipotecados elegibles para aquellas, y, además, no todos los hogares elegibles optarían a las medidas de acuerdo con la experiencia histórica del CBP del RDL 6/2012.

Las medidas en el marco del RDL 19/2022 también pueden implicar costes para los hogares, en forma de un mayor nivel de endeudamiento o menor acceso al crédito futuro. Hay que tener en cuenta que medidas como las carencias y extensiones de plazo, que tienen la función clave de evitar que la pérdida de liquidez en el contexto actual lleve a una pérdida de la vivienda, implican un mayor nivel de deuda del hogar por más tiempo. El mayor endeudamiento, a su vez, incrementa los gastos por intereses que deben afrontar los hogares acogidos a estas medidas durante la vida del préstamo, y aumenta su sensibilidad a potenciales subidas futuras de tipos. Algunas medidas contempladas, como la suspensión temporal de comisiones de amortización anticipada en el RDL 19/2022, o medidas sustitutivas y complementarias en el CBP del RDL 6/2012, operarían en sentido contrario y reducirían la deuda de los hogares. La conversión de operaciones de tipo variable a tipo fijo limitaría la sensibilidad a futuras subidas de tipos de interés. En cualquier caso, el recurso a estas medidas por parte de un hogar constituye una señal negativa de su calidad de crédito y puede perjudicar su acceso futuro a él. Esto último haría sus gastos futuros más sensibles a perturbaciones de su renta.

De forma general, las modificaciones contractuales son una herramienta que puede permitir a las entidades bancarias corregir o prevenir las situaciones de mayor deterioro de la calidad crediticia, y esto aplica en particular a las que se lleven a cabo bajo Códigos de Buenas Prácticas. Se puede esperar que el deterioro de la calidad crediticia de un deudor hipotecario vulnerable se vea incrementado en ausencia de medidas de mitigación, como una reestructuración u otras modificaciones contractuales, cuando se producen perturbaciones macroeconómicas severas, lo que aumenta la probabilidad de que se sitúe en una situación de dudoso o fallido. La aplicación de extensiones de plazo y carencias pueden ayudar a prevenir, o a gestionar y corregir una evolución más desfavorable de la calidad crediticia, limitando los costes por cobertura de las entidades bancarias. Por el contrario, otras medidas como las quitas o la dación en pago sí que supondrían de forma general un coste neto para ellas y reducirían en alguna medida su capacidad de intermediación. Para extraer los máximos beneficios del marco establecido por el RDL 19/2022 y limitar los costes que implica para hogares y proveedores de crédito es importante una correcta implementación de este. Como pone de manifiesto este análisis *ex-ante* basado en los datos disponibles hasta diciembre de 2022, será especialmente relevante para que se produzcan los efectos esperados que se mantenga un ámbito de aplicación temporal adecuado y la focalización de las medidas en segmentos financieros vulnerables. Será necesario llevar a cabo una evaluación *ex-post* de estas cuestiones en posteriores informes según se disponga de información del desarrollo del marco reformado de Códigos de Buenas Prácticas.

Anejo 1

BALANCE CONSOLIDADO (a) ENTIDADES DE DEPÓSITO

Activo	dic-22	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-22/dic-21	dic-21	dic-22
		%	%	%
Caja y bancos centrales	446.587	-19,7	14,1	11,1
Entidades de crédito	230.169	5,5	5,5	5,7
Crédito a las Administraciones Públicas	108.648	5,1	2,6	2,7
Crédito al sector privado	2.295.434	5,1	55,2	56,8
Valores de renta fija	547.570	11,7	12,4	13,6
Otros instrumentos de capital	29.044	-38,2	1,2	0,7
Participaciones	21.948	-9,2	0,6	0,5
Derivados	156.985	28,3	3,1	3,9
Activo material	58.180	-0,4	1,5	1,4
Resto del activo	145.248	-4,2	3,8	3,6
TOTAL ACTIVO	4.039.814	2,1	100,0	100,0
PRO MEMORIA				
Financiación al sector privado	2.350.842	5,3	56,4	58,2
Financiación a las Administraciones Públicas	559.700	10,4	12,8	13,9
Activos dudosos totales	81.583	-8,6	2,3	2,0
Ratio de morosidad total	2,3	-26 (b)		
Pasivo y patrimonio neto	dic-22	Var.	Peso AT	Peso AT
	m€	dic-22/dic-21	dic-21	dic-22
		%	%	%
Depósitos de bancos centrales	223.434	-43,3	10,0	5,5
Depósitos de entidades de crédito	238.608	13,4	5,3	5,9
Depósitos de las Administraciones Públicas	126.516	2,7	3,1	3,1
Depósitos del sector privado	2.429.088	6,6	57,6	60,1
Valores negociables y financiación subordinada	442.512	8,2	10,3	11,0
Derivados	147.111	22,3	3,0	3,6
Provisiones (incluye pensiones)	22.555	-17,4	0,7	0,6
Resto del pasivo	160.230	13,5	3,6	4,0
TOTAL PASIVO	3.790.056	2,3	93,7	93,8
PRO MEMORIA				
Préstamo neto del Eurosistema (a)	192.970	-33,4	7,3	4,8
Fondos propios	295.057	3,0	7,2	7,3
Intereses minoritarios	12.140	-19,7	0,4	0,3
Ajustes por valoración del patrimonio neto	-57.439	13,4	-1,3	-1,4
TOTAL PATRIMONIO NETO	249.758	-0,5	6,3	6,2
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	4.039.814	2,1	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

a Diferencia entre los fondos recibidos en operaciones de inyección de liquidez y los entregados en operaciones de drenaje. Dato de diciembre de 2022.

b Diferencia calculada en puntos básicos.

Anejo 2

**CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS CONSOLIDADA
ENTIDADES DE DEPÓSITO (a)**

	dic-22		dic-21	dic-22
	m€	% var. dic-22 / dic-21	% ATM	% ATM
Productos financieros	127.790	40,4	2,33	3,19
Costes financieros	49.523	104,6	0,62	1,24
Margen de intereses	78.267	17,1	1,71	1,95
Rendimiento de los instrumentos de capital	1.119	-6,7	0,03	0,03
Margen de intermediación	79.386	16,7	1,74	1,98
Resultados de entidades por el método de la participación	3.369	9,7	0,08	0,08
Comisiones netas	29.465	7,9	0,70	0,74
Resultado de operaciones financieras	4.622	-6,1	0,13	0,12
Otros resultados de explotación (neto)	-2.214	—	0,00	-0,06
Margen bruto	114.628	11,0	2,65	2,86
Gastos de explotación	53.424	1,7	1,35	1,33
Margen de explotación	61.204	20,5	1,30	1,53
Pérdidas por deterioro	17.135	19,7	0,37	0,43
Otras dotaciones a provisiones (neto)	2.974	-50,7	0,15	0,07
Otros resultados (neto)	-5.138	—	0,09	-0,13
Resultado antes de impuestos (incluyendo actividades interrumpidas)	35.957	5,6	0,87	0,90
Resultado neto	25.451	-1,5	0,66	0,64
<i>PRO MEMORIA</i>				
Resultado atribuido a la entidad dominante	23.888	2,4	0,60	0,60

FUENTE: Banco de España.

a La cuenta de resultados consolidada incluye información pro-forma de los meses de actividad de dos entidades significativas absorbida en 2021.

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: 10 de abril de 2023.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2023
ISSN: 1698-871X (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000-2003

SÍMBOLOS Y ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones Públicas	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
ABE	Autoridad Bancaria Europea	JERS	Junta Europea de Riesgo Sistemático
APR	Activos ponderados por riesgo	JUR	Junta Única de Resolución
AT1	<i>Additional Tier 1 Capital</i> (Capital adicional de nivel 1)	LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i> (Ratio de cobertura de liquidez)
ATM	Activos totales medios	LGD	<i>Loss given default</i> (Pérdida en caso de impago)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	LSI	<i>Less significant institutions</i> (Entidades menos significativas)
BCE	Banco Central Europeo	LTP	<i>Loan-to-price</i> (cociente entre el valor del préstamo y el precio de adquisición del inmueble)
BPI	Banco de Pagos Internacionales	LTV	Relación préstamo-valor
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria	m	miles
CBT	Central de balances trimestral	MICA	Reglamento de Mercado de criptoactivos
CCA	Colchón de capital anticíclico	mm	miles de millones
CCC	Colchón de conservación de capital	MMSR	<i>Money market statistical reporting</i> (Reglamento de Mercado de criptoactivos)
CET1	Common equity Tier 1 (capital ordinario de nivel 1)	MPE	Ejercicio de Proyecciones Macroeconómicas del BCE
CIR/CIRBE	Central de Información de Riesgos del Banco de España	MREL	<i>Minimum required eligible liabilities</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MUR	Mecanismo Único de Resolución
CoCo	<i>Contingent Convertible bond</i> (bono convertible contingente)	MUS	Mecanismo Único de Supervisión
COVID-19	Coronavirus disease 2019 (enfermedad por coronavirus)	NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
CPMI	Comité de Pagos e Infraestructura de Mercados	NSFR	<i>Net Stable Funding Ratio</i> (Ratio de financiación estable neta)
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores	NGEU	Next generation European Union
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i>	OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>	OIS	<i>Overnight interest swap</i>
CSCCA	Componente sectorial del colchón de capital anticíclico	OTAN	Organización del Tratado del Atlántico Norte
DI	Datos individuales	p	Percentil
DLT	Distributed Ledger Technology	PD	<i>Probability of default</i> (probabilidad de impago)
EBA	<i>European Banking Authority</i>	pb	Puntos básicos
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial	PER	Price earnings ratio (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
ECB	European Central Bank	PIB	Producto interior bruto
ECC	Entidades de contrapartida central	PII	Posición de inversión internacional
ED	Entidad de depósito	PMI	<i>Purchasing managers' index</i>
EDIS	<i>European Deposit Insurance Scheme</i> (Sistema europeo de garantía de depósitos)	pp	Puntos porcentuales
EEE	Espacio económico europeo	PRTR	Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia
EFC	Establecimiento financiero de crédito	Pyme	Pequeña y mediana empresa
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación	RBD	Renta bruta disponible
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial	RD	Real Decreto
ERTE	Expediente de regulación de empleo temporal	RDL	Real Decreto-ley
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados	Repo	Acuerdo de recompra
ESRB	European Systemic Risk Board	ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)	ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
FDIC	<i>Federal Deposit Insurance Corporation, US</i> (Corporación Federal de Seguro de Depósitos de Estados Unidos)	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	SNF	Sociedad no financiera
GAFI	Grupo de Acción Financiera Internacional	SREP	<i>Supervisory Review and Evaluation Process</i> (proceso de revisión y evaluación supervisora)
G-SIB»	Banco de importancia sistémica mundial (<i>global systemically important bank</i>)	S-VAR	Vector autorregresivo estructural
HQLA	<i>High Quality Liquid Assets</i> (Activos líquidos de alta calidad)	TLTRO	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i> (Operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
ICO	Instituto de Crédito Oficial	T/TR	Trimestre
IEF	Informe de estabilidad financiera	UE	Unión Europea
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	UEM	Unión Económica y Monetaria
INE	Instituto Nacional de Estadística	VAB	Valor añadido bruto
IPC	Índice de precios de consumo	VAR	Vector autorregresivo
IRS	Indicador de riesgo sistémico		

CÓDIGOS ISO DE PAÍSES

AT	Austria	DE	Alemania	JP	Japón	RO	Rumanía
AU	Australia	DK	Dinamarca	KR	Corea del Sur	SE	Suecia
BE	Bélgica	EE	Estonia	KY	Islas Caimán	SI	Eslovenia
BG	Bulgaria	ES	España	LT	Lituania	SK	Eslovaquia
BR	Brasil	FI	Finlandia	LU	Luxemburgo	TR	Turquía
CA	Canadá	FR	Francia	LV	Letonia	US	Estados Unidos
CH	Suiza	GB	Reino Unido	MT	Malta		
CL	Chile	GR	Grecia	MX	México		
CN	China	HR	Croacia	NL	Holanda		
CY	Chipre	HU	Hungría	NO	Noruega		
CZ	República Checa	IE	Irlanda	PL	Polonia		
		IT	Italia	PT	Portugal		