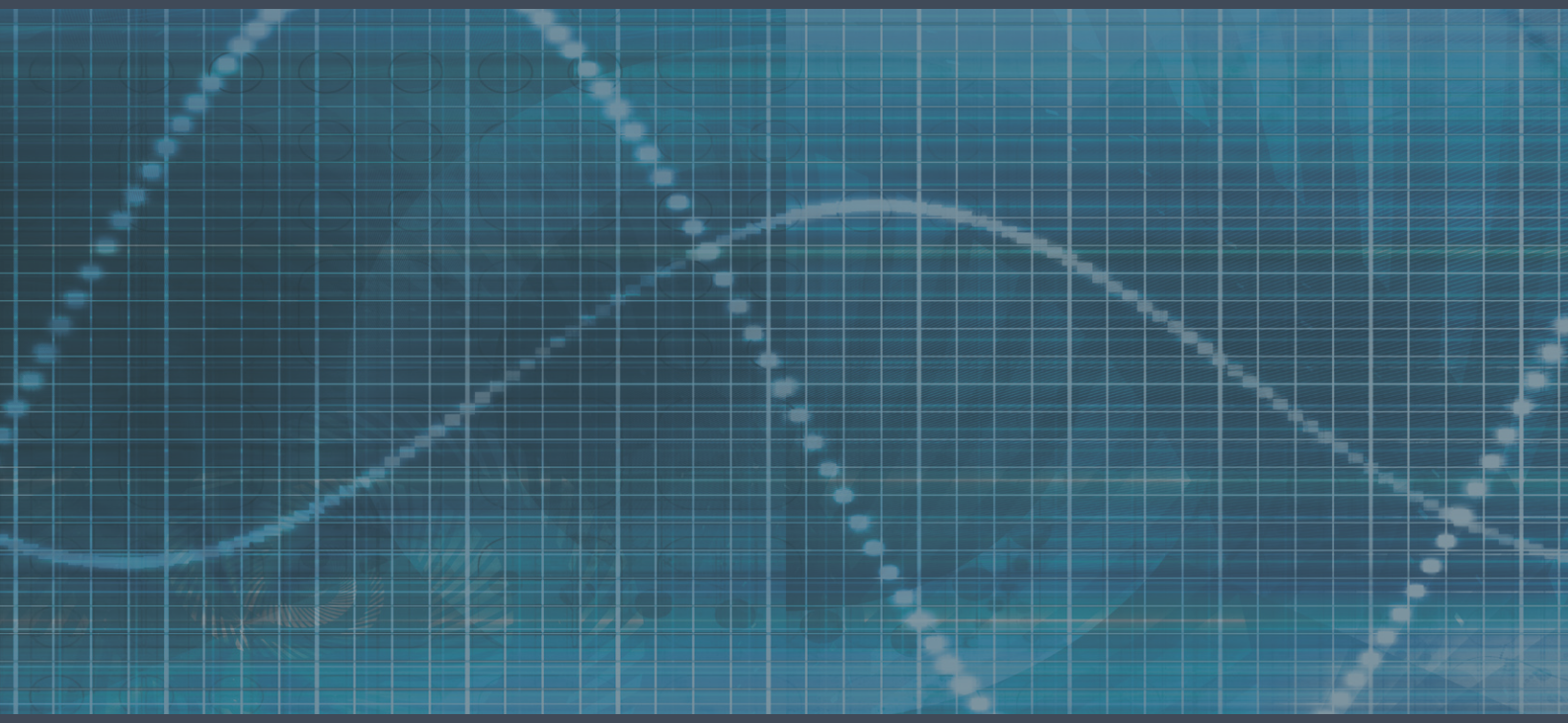
INFORME ANUAL 2024

AMCESFI | Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera



GOBIERNO DE ESPAÑA
MINISTERIO DE ECONOMÍA, COMERCIO Y EMPRESA
BANCO DE ESPAÑA Eurosistema
CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores

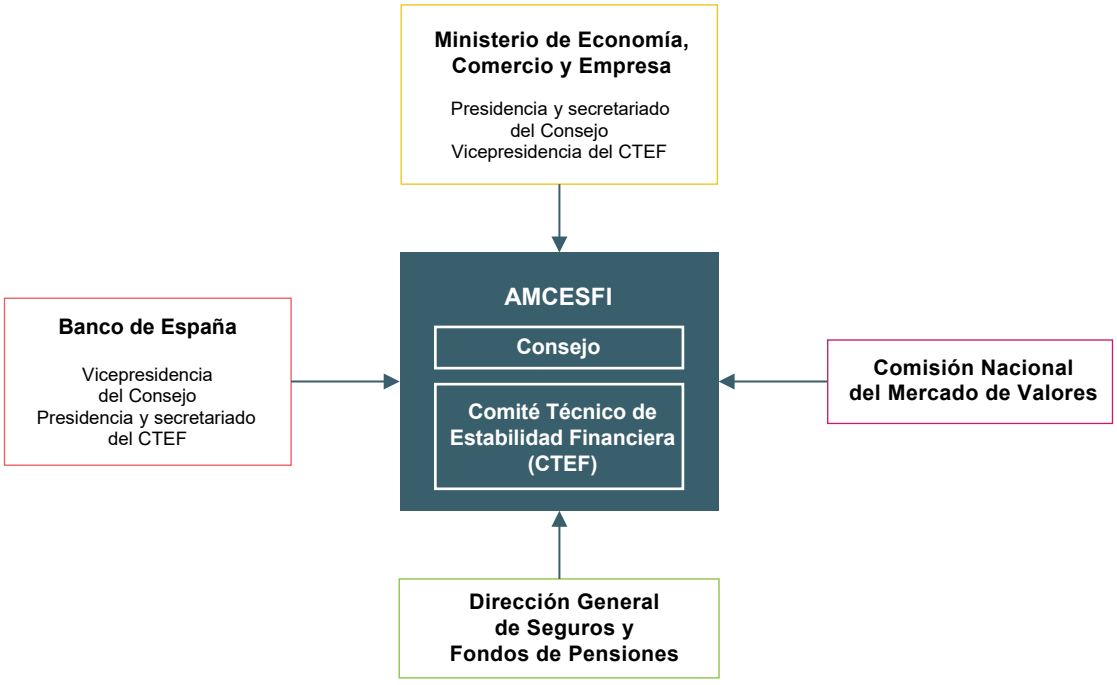
Sobre la AMCESFI

La AMCESFI es la autoridad macroprudencial del sistema financiero español. Creada en 2019, tiene como objetivo coadyuvar a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante la identificación, prevención y mitigación de aquellas circunstancias o acciones que pudieran originar un riesgo sistémico. Para ello, la AMCESFI tiene la facultad de emitir opiniones, alertas o recomendaciones sobre cuestiones que puedan afectar a la estabilidad financiera.

La AMCESFI se configura como un órgano colegiado con independencia funcional, adscrito al titular del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, en el que también participan representantes de las tres autoridades nacionales con responsabilidades sectoriales de regulación y supervisión prudencial del sistema financiero español: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP), dependiente del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

La AMCESFI se compone de dos estructuras permanentes: un Consejo y un Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF). Por su naturaleza, la AMCESFI no está dotada de recursos humanos, materiales o financieros propios, y sustenta su actividad en el apoyo que recibe de sus instituciones miembros.

Figura 1 Estructura de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)



FUENTE: AMCESFI.

El presente *Informe Anual* se publica en cumplimiento de la obligación de rendición de cuentas estipulada en el artículo 19 del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a herramientas macroprudenciales.

Para más información sobre la AMCESFI, véase el sitio web www.amcesfi.es.

Índice

Sobre la AMCESFI **2**

Carta de presentación del ministro de Economía, Comercio y Empresa **5**

1 Actividades de la AMCESFI en 2024 **8**

2 Entorno macrofinanciero **13**

2.1 Principales macromagnitudes **13**
2.2 Mercados monetarios y bancos centrales **16**

3 Evolución sectorial del sistema financiero **21**

3.1 Sector bancario **21**
3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas **33**
3.3 Intermediación financiera no bancaria **38**
3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones **45**

Recuadro 3.A Los efectos de la DANA desde el punto de vista de la estabilidad financiera **52**

4 Interconexiones en el sistema financiero **55**

Recuadro 4.A Un primer estudio sobre las exposiciones bilaterales entre las entidades financieras españolas **61**

5 Recomendaciones y avisos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI **64**

Recuadro 5.A Recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a la AMCESFI **67**

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos **71**

Anejo 2 Recomendaciones de la JERS de relevancia para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España **86**

Anejo 3 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI **87**

Glosario **91**

Carta de presentación del ministro de Economía, Comercio y Empresa

Carlos Cuerpo, presidente del Consejo de la AMCESFI.

Estimado lector:

Es un honor presentar el *Informe Anual 2024* de la AMCESFI en un año particularmente significativo para esta institución. En 2024 se cumplieron cinco años desde su creación mediante el Real Decreto 102/2019, ocasión que invita a la reflexión sobre el camino recorrido y también a renovar el compromiso con su misión fundacional: asegurar la estabilidad del sistema financiero español y contribuir a que este actúe como catalizador de un crecimiento sostenido, inclusivo y sostenible de nuestra economía.

Desde su creación en marzo de 2019, la AMCESFI se ha consolidado como una pieza relevante y útil del entramado institucional que vela por la estabilidad del sistema financiero en España, actuando como un foro esencial de coordinación de las autoridades financieras nacionales. En estos años hemos vivido episodios que han puesto a prueba la capacidad de resiliencia del sistema financiero: la pandemia de COVID-19, las tensiones geopolíticas y el aumento de los conflictos violentos, el período inflacionista de los años 2022-2024, las crisis bancarias de Estados Unidos y Suiza de la primavera de 2023 y, más recientemente, disrupciones comerciales y fenómenos climáticos extremos que nos recuerdan la creciente interrelación entre riesgos financieros y no financieros. En todos estos casos, la labor de la AMCESFI ha permitido mejorar los mecanismos de prevención y mitigación de riesgos y fomentar la coherencia y complementariedad entre las distintas políticas regulatorias y supervisoras. Este Informe se centra en el año 2024, marcado por algunos de los eventos mencionados, en un entorno internacional todavía caracterizado por elevados niveles de incertidumbre.

En este contexto, la economía española ha continuado mostrando un comportamiento notable. En 2024 volvió a registrar un ritmo de crecimiento por encima de la media de la zona del euro, y se espera que esta dinámica continúe en 2025 y 2026, años para los que la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han elevado sus previsiones de crecimiento, frente al recorte generalizado de las expectativas globales. Este crecimiento se sustenta en la evolución positiva del mercado laboral —que ha llevado la tasa de desempleo a los niveles más bajos de los últimos quince años y la afiliación a la Seguridad

Social a máximos históricos—, la inversión productiva apoyada por el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia y los fondos europeos, y el buen comportamiento del sector exterior. Además, este dinamismo ha sido compatible con una trayectoria de consolidación fiscal, un descenso gradual de la ratio de deuda pública sobre el PIB, la continuación del desapalancamiento de hogares y empresas no financieras y la mejora de la posición financiera neta de la economía española frente al resto del mundo.

Este entorno macroeconómico nacional tan favorable ha sido propicio para el sistema financiero español, que ha evidenciado su buen momento y se ha beneficiado de los avances estructurales acumulados en la última década; entre ellos, una mayor eficiencia y solvencia de las entidades, un marco regulador y supervisor reforzado y una exposición prudente a los riesgos. La banca, en particular, ha mantenido niveles elevados de rentabilidad y liquidez —por encima generalmente de sus pares europeos—, compatibles con un mantenimiento de la calidad del crédito en un contexto de tipos de interés elevados.

En los meses que llevamos de 2025, la economía española continúa mostrando fortaleza en términos absolutos y relativos frente a otras economías avanzadas, en un entorno de incertidumbre creciente. En los mercados financieros, el IBEX 35 ha alcanzado máximos no vistos desde 2007, reflejo de una confianza inversora en el entorno macroeconómico nacional. En este contexto, las previsiones de crecimiento para el año 2025 han sido recientemente revisadas al alza tanto por el FMI como por la Comisión Europea, y los datos de empleo siguen siendo robustos. Por otro lado, los anuncios de cambios en la política arancelaria estadounidense han incrementado la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros, sin que por el momento esto haya generado un impacto sustancial en la economía real. No obstante, el Consejo de Ministros aprobó el pasado mes de abril un paquete de medidas para apoyar a las empresas exportadoras españolas que pudieran verse eventualmente afectadas por posibles cambios en los patrones de comercio internacional.

Durante el ejercicio 2024, la AMCESFI intensificó su trabajo de análisis e identificación de riesgos sistémicos, además de celebrar regularmente las reuniones de su Consejo y su CTEF y de preparar y publicar los informes periódicos. Entre los informes recurrentes, el pasado mes de mayo se publicó el segundo *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero,* cumpliendo el mandato establecido en la Ley de Cambio Climático y Transición Energética. En nuestro país ya estamos padeciendo directamente las consecuencias de fenómenos climáticos extremos, en particular la DANA sufrida en octubre del año pasado, que afectó a distintas zonas del país, especialmente a la provincia de Valencia. Este informe bienal recoge un análisis de los efectos de este dramático evento desde el punto de vista de la estabilidad financiera, que evidencia la necesidad de llevar a cabo una transición justa y ordenada hacia una economía sostenible.

En 2024, el FMI finalizó y publicó las conclusiones de su ejercicio quinquenal de evaluación del sistema financiero español, conocido como *Financial Sector*

Assessment Program. El ejercicio dedicó una nota técnica a la evaluación de la política macroprudencial en España, analizando el papel desempeñado por la AMCESFI. En este punto, el FMI concluyó que la creación de la AMCESFI ha permitido reforzar el marco institucional y legal de la política macroprudencial y resaltó el valor que aporta al entramado institucional. Para seguir mejorando su funcionamiento, el FMI formuló una serie de recomendaciones que ya están siendo tomadas en consideración. De hecho, en algunos casos ya se están implementando, como la asunción de la AMCESFI de un papel de coordinación y análisis más amplio de temas transversales con la creación del Subcomité de Inteligencia Artificial, que tiene como objetivo anticipar y analizar las posibles implicaciones sistémicas derivadas del uso creciente de nuevas tecnologías vinculadas con la inteligencia artificial (IA) en el sistema financiero.

Mirando hacia el futuro, la AMCESFI seguirá desempeñando un papel clave en el seguimiento y análisis de las transformaciones estructurales del sistema financiero, como la digitalización de los servicios financieros, la irrupción de nuevos modelos de negocio, las interconexiones entre sectores y entre países o la gestión del riesgo geopolítico persistente, entre otras tendencias. Estas cuestiones no se limitan a la realidad española, sino que son fenómenos globales que las autoridades deben abordar de manera coordinada con nuestros socios europeos. Así, en la Unión Europea (UE) se está avanzando para mejorar el funcionamiento de nuestros mercados de capitales, con el objetivo de que sean abiertos, estén integrados y promuevan el crecimiento, la innovación y la competitividad, con iniciativas como el European Competitiveness Lab o la Unión de Ahorros e Inversiones, avances necesarios para impulsar la inversión y la autonomía estratégica en Europa.

Para concluir, en nombre de todas las autoridades que conforman la AMCESFI, agradezco el esfuerzo colectivo que ha hecho posible este Informe y renuevo el compromiso de seguir trabajando de manera coordinada para garantizar la estabilidad del sistema financiero español.

1 Actividades de la AMCESFI en 2024

La AMCESFI desarrolló su actividad en 2024 en un contexto marcado por los riesgos geopolíticos asociados a las elecciones de la UE y de Estados Unidos, a la prolongación de la invasión rusa de Ucrania y a los conflictos en Oriente Próximo, y también por la catástrofe natural de la DANA que, en el mes de octubre, afectó a zonas del este peninsular de nuestro país. En concreto, el Consejo y el CTEF mantuvieron siete reuniones para abordar cuestiones relacionadas con:

i) los principales riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero español;

ii) la evolución de la actividad de los sectores que lo conforman; el enfoque de política macroprudencial del Banco de España con respecto al colchón de capital anticíclico (CCA) y de la CNMV con respecto a las actividades de gestión de activos;

iii) los desafíos sin precedentes planteados por la DANA para el sector asegurador;

iv) la preparación del segundo *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero* (de 2025), entre otros asuntos, y

v) las conclusiones del Programa de Evaluación del Sistema Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) para España por parte del FMI, y la discusión del *Informe Anual 2023.*

En 2024, la AMCESFI publicó opiniones consultivas sobre tres propuestas de medidas macroprudenciales del Banco de España. Con sujeción a los artículos 11 y 16 del Real Decreto 102/2019, la AMCESFI emitió opiniones favorables a estas medidas:

i) La activación en octubre de 2024, por primera vez, de un CCA [calibrado al 0,5 % de los activos ponderados por riesgo (APR) ubicados en España], para fomentar la resiliencia general del sector bancario en un entorno de riesgo estándar (según la metodología revisada del CCA del Banco de España).

ii) La introducción, por recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), de dos medidas macroprudenciales recíprocas de colchones contra riesgos sistémicos (CRS) previamente adoptadas en otros Estados miembros, que consisten en lo siguiente:

— En Portugal, un CRS sectorial del 4 % exigible desde octubre de 2024 a tres entidades españolas por sus exposiciones minoristas al sector inmobiliario residencial luso.

— En Italia, un CRS (con diseño análogo al CCA) del 0,5 %, exigible a los dos grupos bancarios españoles con mayor presencia en ese país, calibrado al 0,5 % de APR desde el 31 de diciembre de 2024 hasta el 29 de junio de 2025, y al 1 % de APR a partir de esa fecha, por todas aquellas exposiciones de riesgo de crédito y de contraparte localizadas en ese país.

Adicionalmente, el CTEF de la AMCESFI fue informado anticipadamente sobre otras medidas trimestrales (previas) de mantenimiento del CCA, así como sobre las medidas anuales de identificación de entidades de crédito españolas de importancia sistémica —nacional y mundial— junto con la fijación de los colchones de capital asociados (para 2025 y 2026, respectivamente). Por su parte, la CNMV y la DGSFP no transmitieron a la AMCESFI propuestas de actuación macroprudencial durante 2024.

La AMCESFI ha seguido sirviendo de plataforma para la coordinación de asuntos relacionados con la JERS. A través de la AMCESFI, se establecen relaciones de trabajo a distintos niveles entre las autoridades miembros, ya que, además del Consejo y del CTEF, hay interacción entre personal técnico en el contexto de sus subcomités y, de manera más general, en cometidos de coordinación de secretariado, reuniones y publicaciones. Estos canales de trabajo facilitan a su vez la coordinación entre el Banco de España, la CNMV y la DGSFP como instituciones miembros de la JERS (el comité macroprudencial de la UE), así como la interlocución de la AMCESFI con la JERS (de la que no es miembro) a través del Banco de España, la CNMV y la DGSFP, por ejemplo, en el contexto de peticiones ocasionales de información sobre recomendaciones formuladas por la JERS a las autoridades nacionales (véase capítulo 5).

La AMCESFI también sirve de foro para la compartición de documentos sobre estabilidad financiera y política macroprudencial entre sus instituciones miembros. De manera regular, el CTEF fue puntualmente informado sobre la publicación de las ediciones semestrales del *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Revista de Estabilidad Financiera* del Banco de España, y la *Nota de Estabilidad Financiera* de la CNMV, entre otros recursos documentales[1]. Asimismo, el Banco de España también compartió su último informe de 2024 sobre el ejercicio de pruebas de resistencia de entidades de depósito españolas bajo su supervisión directa, que remitió a las Cortes Generales[2].

En 2024, el Consejo de la AMCESFI decidió establecer un subcomité sobre IA. Ante la incuestionable emergencia de este tema a nivel mundial, se acordó la creación de un subcomité con mandato temporal y orientado al análisis conjunto de los últimos desarrollos de la IA con aplicación para la vigilancia

1 El anejo 3 contiene una relación detallada de las principales publicaciones de las instituciones miembros de la AMCESFI durante los últimos doce meses.

2 Informe no público.

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2024

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Ministro	Carlos Cuerpo Caballero	Presidente
Banco de España	Gobernador	José Luis Escrivá Belmonte	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Presidente	Carlos San Basilio Pardo	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Soledad Núñez Ramos	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Paloma Marín Bona	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Israel Arroyo Martínez	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	José Antonio Fernández de Pinto	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretaria general del Tesoro y Financiación Internacional	Paula Conthe Calvo	Secretaria

FUENTE: AMCESFI.

financiera. Este subcomité aspira a dotar a la AMCESFI de conocimientos en cuestiones relacionadas con el grado de penetración de la IA en los sectores que componen el sistema financiero, valorando desde un punto de vista transversal sus potenciales implicaciones para la estabilidad financiera. Se espera que este subcomité, liderado por el Banco de España, complete sus trabajos en 2025. Por otra parte, el Subcomité de Interconexiones, creado en 2020, vio renovado su mandato para convertirse en una estructura permanente, dada la relevancia de su análisis para la misión de la AMCESFI. Como en ediciones anteriores del *Informe Anual,* en el capítulo 4 se ofrece un resumen de los trabajos de este subcomité.

En el ámbito de la gobernanza de la AMCESFI, un aspecto destacable de 2024 fue la amplia renovación de miembros que se produjo como consecuencia de los nombramientos de altos cargos en todas sus instituciones. El Consejo de la AMCESFI vio renovados siete de sus ocho integrantes (todos natos) (véase cuadro 1.1) con la toma de posesión de sus cargos de Israel Arroyo y Paula Conthe en el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (MINECO) (enero de 2024), José Antonio Fernández de Pinto en la DGSFP (mayo de 2024), José Luis Escrivá y Soledad Núñez en el Banco de España (septiembre de 2024) y Carlos San Basilio y Paloma Marín en la CNMV (diciembre de 2024). De manera similar, el CTEF vio renovados seis de sus nueve integrantes (véase cuadro 1.2) con la formalización de cuatro de los nombramientos arriba citados, y los movimientos de Carla Díaz Álvarez de Toledo en MINECO (febrero de 2024) y Daniel Pérez Cid en el Banco de España (diciembre de 2024). Estos cambios han supuesto una profunda renovación de la AMCESFI, cuyo Consejo, en particular, ya no

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2024

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el CTEF
Banco de España	Subgobernadora	Soledad Núñez Ramos	Presidenta
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretaria general del Tesoro y Financiación Internacional	Paula Conthe Calvo	Vicepresidenta
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Paloma Marín Bona	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Directora general del Tesoro y Política Financiera	Carla Díaz Álvarez de Toledo	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	José Antonio Fernández de Pinto	Miembro
Banco de España	Director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución	Daniel Pérez Cid	Miembro y secretario
Banco de España	Directora general de Supervisión	Mercedes Olano Librán	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	Víctor Rodríguez Quejido	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Mercados	Ángel Benito Benito	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

Esquema 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2024

FUENTE: AMCESFI.

cuenta con ningún miembro[3] de su configuración fundacional en 2019 (véase esquema 1.1).

La AMCESFI elaboró en 2024 su *Informe Anual* correspondiente a 2023. El documento fue publicado, junto con su versión en inglés, el 9 de septiembre de 2024 y está disponible en el sitio web de la AMCESFI (www.amcesfi.es).

3 Si bien, como salvedad, cabe señalar que uno de los miembros actuales, Carlos San Basilio, sirvió en la AMCESFI en una etapa previa (2019-2021) en condición de secretario general del Tesoro y Financiación Internacional.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 Principales macromagnitudes

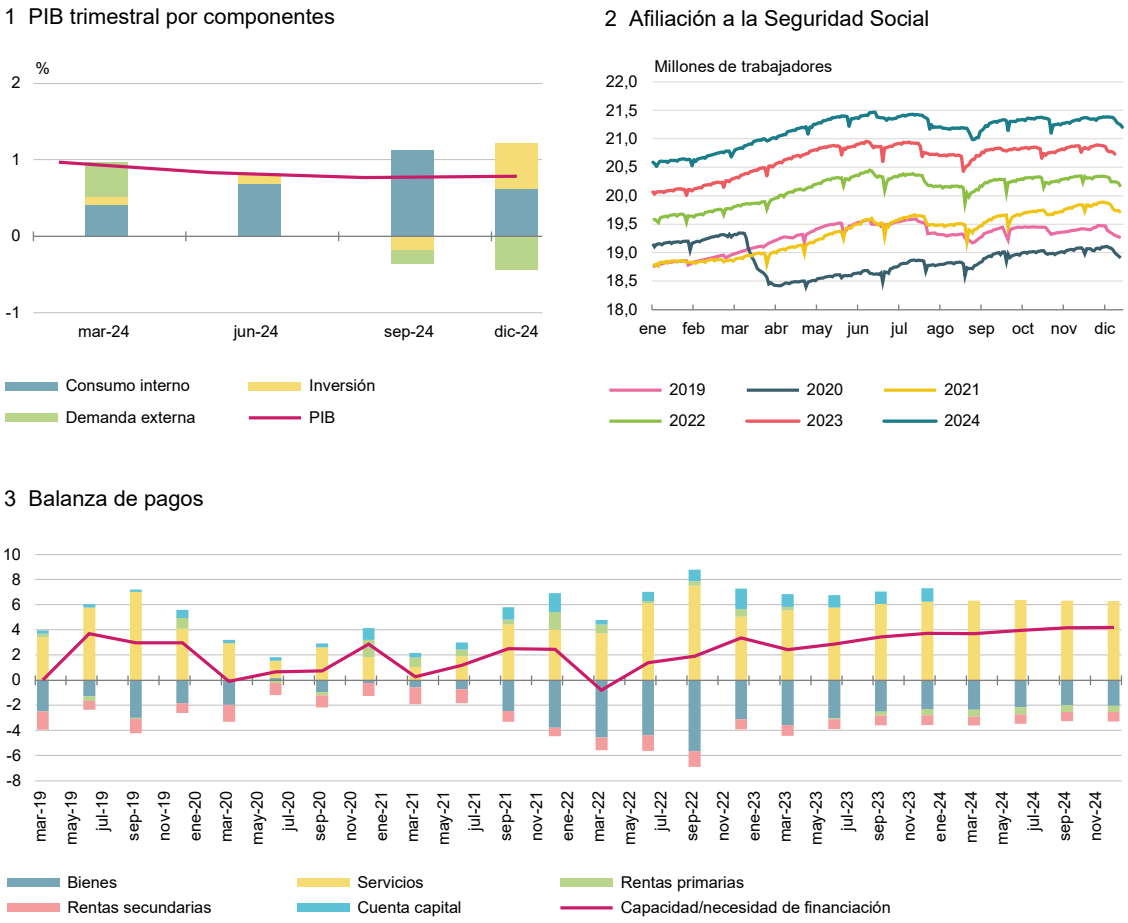
La economía española siguió mostrando un crecimiento dinámico en 2024. El crecimiento en volumen del PIB en 2024 fue del 3,2 %, superando las previsiones de los analistas y registrando 5 décimas más de crecimiento que en 2023. Con este, la economía española ha encadenado cuatro años consecutivos de crecimiento, lo que le ha permitido seguir mostrando un mayor vigor que las principales economías de la zona del euro. Por el lado de la demanda, en 2024 el crecimiento provino principalmente de la demanda interna (que aportó 2,8 puntos), con el consumo y la inversión en construcción y equipo como elementos más destacados. Por su parte, la demanda externa de bienes ha moderado su aportación, mientras que la de servicios mantiene el dinamismo. El crecimiento continuó apoyándose, al igual que en 2023, en la fortaleza del mercado de trabajo, destacando el avance de la productividad.

La creación de empleo volvió a situarse en máximos históricos, superando los niveles del año anterior. El año 2024 se cerró con 21,2 millones de afiliados a la Seguridad Social (21,3 en términos desestacionalizados), lo que supone encadenar 56 meses de crecimiento de afiliados. Durante el año se produjo un incremento del empleo de 501.551 personas. Consecuentemente, la tasa de desempleo al cierre de 2024 cayó hasta el 10,6 % (véase el gráfico A1.1 del anejo 1), la más baja en un final de año desde 2007.

En el entorno europeo, cabe destacar la recuperación gradual de la economía de la eurozona y el cambio de rumbo de la política monetaria, con la progresiva reducción de los tipos de interés. La zona del euro mejoró ligeramente su crecimiento (un 0,9 %, frente al 0,4 % del año anterior), aunque se encuentra todavía lejos de recobrar un crecimiento más afianzado. La recuperación se ha visto impulsada por la mejora del sector servicios y la demanda externa. Por otro lado, la bajada de los tipos de interés oficiales ha generado, en el caso de España, que el coste del crédito a hogares y empresas se abaratara en 2024, lo que explica tanto el incremento de la concesión de nuevo crédito en ambos segmentos como la incipiente recuperación del saldo vivo en el caso de los hogares. La tasa de dudosidad continuó en niveles reducidos y finalizó el año 2024 con una tendencia descendente, hasta situarse en el 3,3 % del crédito total.

Los fundamentales internos y externos de la economía española tuvieron una evolución positiva en 2024. La capacidad de financiación de la economía española pasó del 3,7 % en 2023 al 4,2 % en 2024, máximo de la serie desde el año 1993. El saldo de la cuenta corriente supuso un 3 % del PIB (por el 2,7 % del año anterior), fundamentado en el superávit de la balanza de servicios (en el que destaca la mejora del superávit turístico, que compensó el déficit de la balanza de rentas), mientras que el saldo de la cuenta de capital alcanzó el 1,2 % del PIB, manteniendo ambas

Gráfico 2.1 Principales macromagnitudes

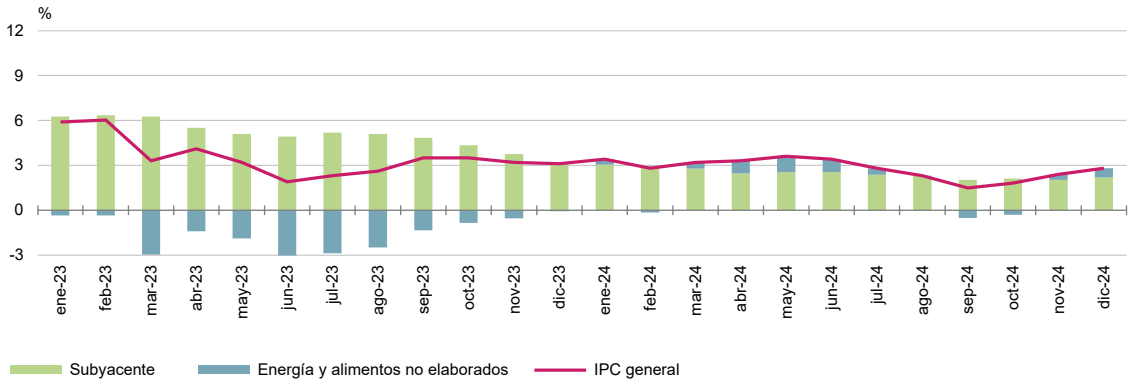


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

el saldo superavitario de 2023. Esta capacidad de financiación, junto con el crecimiento del PIB nominal, ha permitido continuar con la reducción del saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (−44 % del PIB en 2024, frente al −51,3 % en 2023). En cuanto a los fundamentales internos, se mantuvo el proceso de desapalancamiento, con una caída de la deuda privada hasta el 107,2 % del PIB en 2024, el menor nivel desde el año 2001. Dicha evolución se debe en gran medida al aumento de las rentas, aunque la reducción de la deuda nominal también ha contribuido en el caso de los hogares.

La economía española continuó experimentando un proceso desinflacionario en 2024, aunque menor que en años anteriores, hasta registrar una inflación según el IPC del 2,8 % en diciembre de 2024. La inflación sufrió una aceleración en el último mes del año como consecuencia fundamentalmente del aumento de los precios de la energía (principalmente de los carburantes). Asimismo, la inflación subyacente se situó en un 2,6 % interanual a finales de

Gráfico 2.2 Descomposición de la variación anual de la tasa de inflación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

2024, tras aumentar en diciembre después de registrar un comportamiento débil desde agosto.

El déficit público se redujo desde el 3,5 % en 2023 hasta el 2,8 % en 2024 (el 3,2 % en 2024 si se incluyen las ayudas de la DANA), impulsado por el aumento de los ingresos y la reducción del gasto neto de ayudas en términos relativos. Los ingresos tributarios en términos de caja volvieron a marcar un máximo histórico (294.734 millones de euros, lo que supuso un crecimiento del 8,4 % con respecto a 2023) como consecuencia del aumento de la actividad económica, la creación de empleo y, en menor medida, la inflación. Ello propició que en la contabilidad nacional los recursos aumentaran 3 décimas respecto a 2023. Los empleos públicos en términos de PIB cerraron al mismo nivel que el año anterior, pero, si se excluyen las ayudas de la DANA, también se habrían reducido en el importe equivalente a estas (un 0,35 %).

Esta evolución ha permitido mantener la senda de reducción de la ratio de deuda pública, que cayó hasta el 101,8 % del PIB en 2024 desde el 105,1 % del PIB al cierre de 2023 (véase el gráfico A1.1 del anejo 1). Esto supone un descenso de 22,4 puntos porcentuales (pp) desde el máximo registrado en marzo de 2021 (124,2 % del PIB). La emisión neta soberana se redujo en unos 10.000 millones, hasta los 55.034 millones de euros en 2024, y la emisión bruta se situó en 259.365 millones de euros, un aumento de 7.370 millones de euros con respecto a 2023, debido al mayor volumen de amortizaciones en 2024. En 2024 se moderó el coste de emisión de la nueva deuda hasta el 3,16 %, en paralelo al cambio de ciclo en la política monetaria en la eurozona y al mejor posicionamiento de España en los mercados de deuda soberana, lo que supone una reducción de 28 puntos básicos (pb) con respecto a la media de 2023 (3,44 %).

2.2 Mercados monetarios y bancos centrales

En 2024, los bancos centrales cambiaron el tono de la política monetaria, lo que afectó de manera significativa al comportamiento de los mercados monetarios. En dicho ejercicio se produjo una reversión en los ciclos de política monetaria: la Reserva Federal inició el ciclo de bajadas en septiembre, con un descenso acumulado de −100 pb, y el Banco de Inglaterra, en agosto, con un descenso acumulado de −50 pb. En contraposición, el Banco de Japón subió en marzo los tipos de interés de referencia por primera vez desde 2007.

En 2024, el Banco Central Europeo (BCE) redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito en 100 pb, iniciando el ciclo de bajada en junio y optando por tres reducciones consecutivas a partir de septiembre. Hasta junio, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de interés de la facilidad de depósito (que es la referencia mediante la cual guía la orientación de la política monetaria) en el 4 %, para optar en su reunión de junio por una bajada de 25 pb. Después de una pausa en julio, el Consejo de Gobierno decidió tres bajadas consecutivas, en septiembre, octubre y diciembre, de tal manera que el tipo de interés de la facilidad de depósito terminó el año en el 3 %.

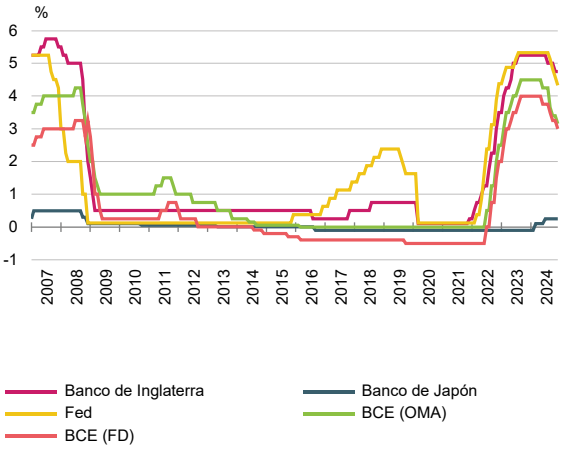
De igual modo, en 2024 el BCE anunció su nuevo marco operativo, en el que confirmó que el Consejo de Gobierno continuaría guiando la orientación de la política monetaria mediante el tipo de interés de la facilidad de depósito. En este contexto, se redujeron los diferenciales de tipo de interés de la facilidad de crédito y de las operaciones principales de financiación frente a la facilidad de depósito (de 75 pb a 40 pb y de 50 pb a 15 pb, respectivamente). Dicha modificación entró en vigor el 18 de septiembre. El Eurosistema proporcionará liquidez mediante una gran variedad de instrumentos, como operaciones de financiación a corto plazo y a tres meses. En una fase posterior, cuando el balance del Eurosistema comience a crecer nuevamente de forma duradera, se incorporarán las operaciones estructurales de financiación a plazo más largo y una cartera estructural de valores.

La senda esperada de los tipos de interés oficiales del BCE experimentó cierta volatilidad durante 2024. Como se observa en el gráfico 2.4, las expectativas de tipos de interés aproximadas por la curva *forward* del tipo de interés a un día muestran una desaceleración del ritmo de descenso previsto de los tipos de interés oficiales durante los primeros meses de 2024 respecto a enero. A partir de junio se revisaron a la baja los tipos de interés esperados por el mercado. En diciembre de 2024, los mercados preveían un tipo de interés terminal del 1,86 %.

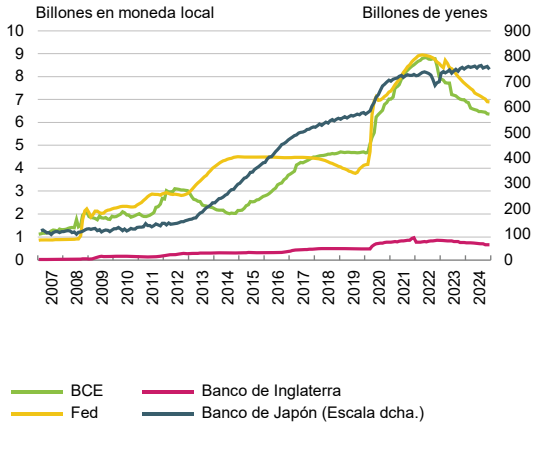
La bajada de los tipos de interés oficiales se ha transmitido a los tipos de interés en los mercados monetarios, que registraron descensos en la segunda mitad de 2024. El tipo a un día en el mercado interbancario no garantizado (€STR) ha seguido en gran medida la variación del tipo de interés

Gráfico 2.3 Bancos centrales

1 Tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales

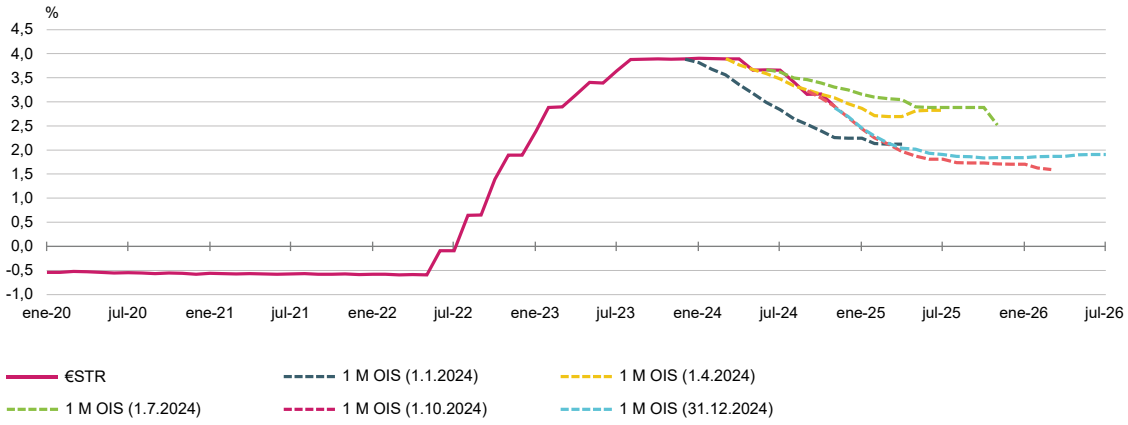


2 Tamaño del balance de los principales bancos centrales



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.
NOTA: Fed: Reserva Federal de Estados Unidos; FD: facilidad de depósito; OMA: operaciones de mercado abierto.

Gráfico 2.4 Evolución del €STR y perspectivas futuras según *forwards* a un mes de *overnight index swaps* (OIS) (a)



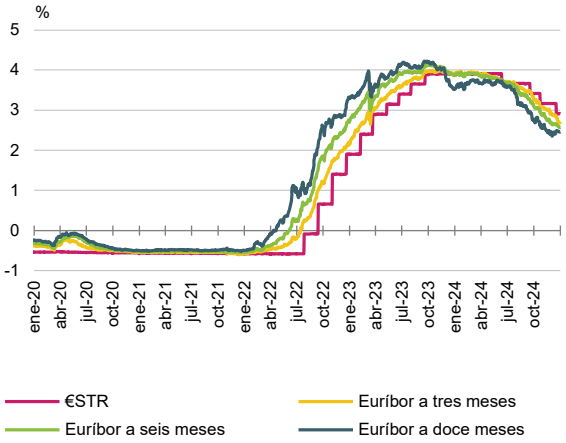
FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

a Las distintas líneas punteadas muestran los tipos futuros implícitos en un contrato de OIS sobre el €STR que cotizaban en el mercado en las fechas indicadas.

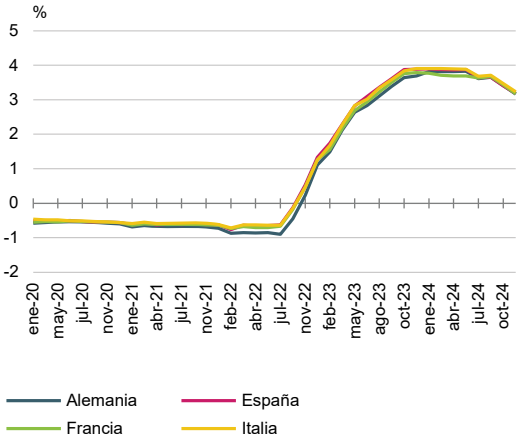
de la facilidad de depósito, manteniéndose unos 10 pb por debajo de este. Los tipos euríbor a diferentes plazos evolucionaron en el mismo sentido, reflejando las expectativas de descenso de los tipos de interés a los distintos horizontes. Por otro lado, el cambio de tono de la política monetaria también se ha transmitido a los tipos del segmento garantizado (o repo), aunque en algunos momentos se produjeron episodios de escasez de activos colaterales de determinados soberanos, que motivaron cierto retardo en dicha transmisión.

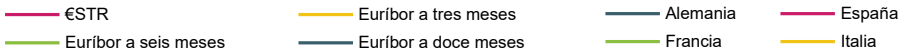
Gráfico 2.5 Tipos de interés de referencia del mercado monetario

1 Tipos de interés de referencia del mercado monetario no garantizado



2 Tipos de interés de referencia del mercado monetario garantizado, por países (a)





FUENTES: Banco Central Europeo *(Money Market Statistical Reporting)* y Refinitiv.

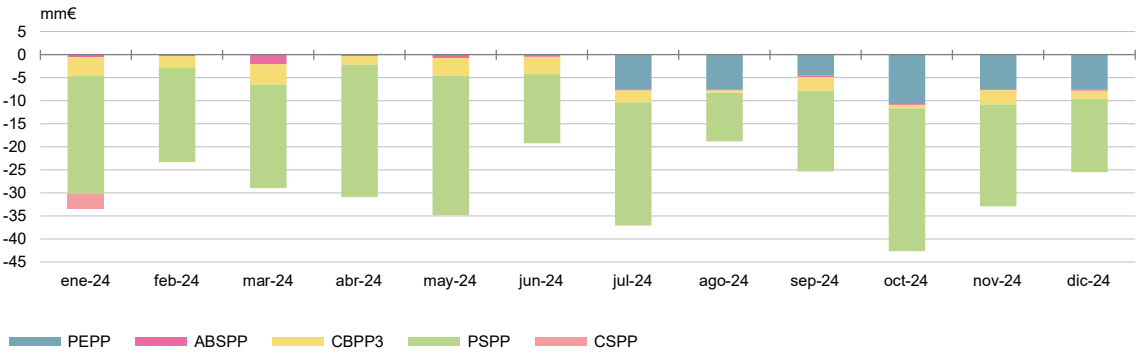
a Para operaciones *overnight*.

En 2024 continuó el proceso de reducción del balance del Eurosistema, que cayó en 636 miles de millones (mm) de euros, hasta los 6,36 billones de euros, lo que se explica en gran parte por los repagos de las *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO). La amortización de TLTRO ha supuesto 379 mm de euros de dicha reducción, de tal manera que el 18 de diciembre las entidades de crédito reembolsaron los importes restantes de las TLTRO, poniendo fin a esa fase de normalización del balance del Eurosistema.

El Consejo de Gobierno del BCE ha anunciado cambios en sus programas de compras netas de activos por motivos de política monetaria, como parte del proceso de normalización del balance. Hasta junio de 2024, las tenencias de valores adquiridos bajo el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) habían caído en 141 millones de euros. A partir de entonces se redujeron en 7.500 millones de euros al mes en promedio, ya que el Consejo de Gobierno dejó de reinvertir la totalidad de los valores que iban venciendo, y desde 2025 ya no se producen reinversiones. De esta manera, en 2024 el saldo neto del PEPP descendió en 45.183 millones de euros. Por otro lado, las tenencias de valores adquiridas bajo los programas de compra ordinarios *[Asset Purchase Programme* (APP)] cayeron en 353 mm de euros en 2024 (véase gráfico 2.6), debido a que desde el segundo semestre de 2023 no se reinvirtieron los principales que vencían. Las tenencias totales de deuda pública española por parte del Eurosistema alcanzaron en diciembre de 2024 los 463.247 millones de euros.

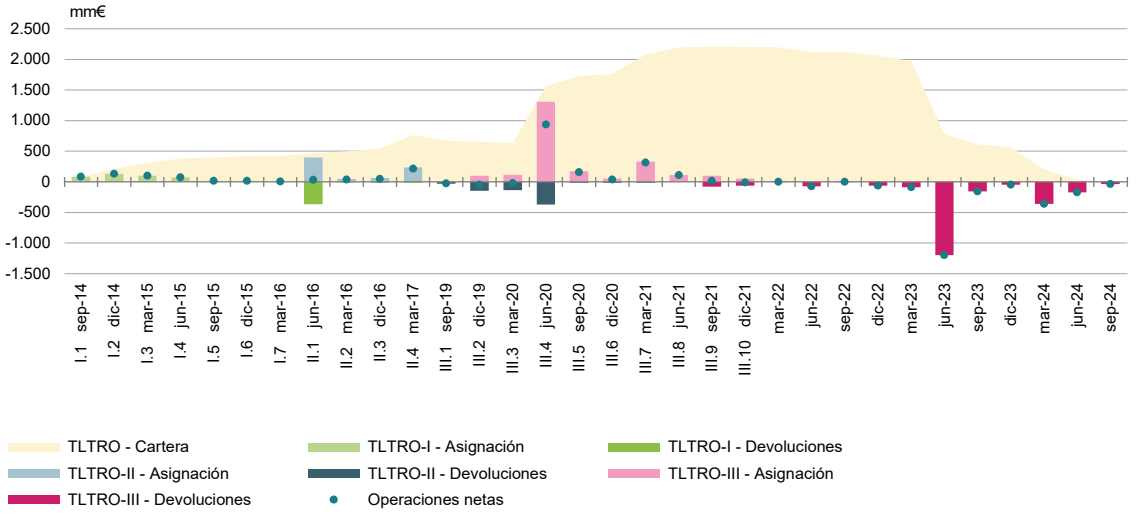
El volumen de transacciones en los mercados monetarios creció en 117 mm de euros en 2024. Al mantener el BCE la política de reducción del tamaño de su

Gráfico 2.6 Compras netas de activos del Eurosistema, por programa



FUENTE: Banco Central Europeo.
NOTA: El APP *(Asset Purchase Programme)* lo componen el PSPP *(Public Sector Purchase Programme)*, el CBPP3 *(Covered Bond Purchase Programme 3)*, el CSPP *(Corporate Sector Purchase Programme)*, el ABSPP *(Asset-Backed Securities Purchase Programme)* y el PEPP *(Pandemic Emergency Purchase Programme)*.

Gráfico 2.7 Operaciones de refinanciación a largo plazo condicionadas

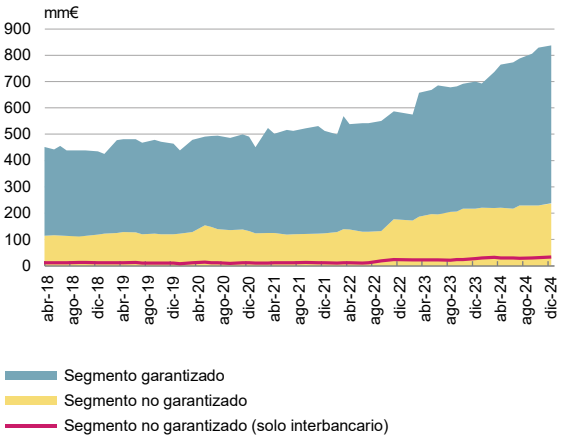


FUENTES: Banco Central Europeo y elaboración propia.

balance, las entidades se vieron obligadas a acudir a fuentes de financiación de mercado. Esto se reflejó en los mercados monetarios, donde el volumen medio diario de operaciones aumentó un 10 % para las operaciones no garantizadas (depósitos interbancarios, por ejemplo) y un 22 % para las operaciones garantizadas (como las repos). La financiación en el mercado monetario para las entidades de crédito siguió siendo más relevante en Italia que en países como Francia y Alemania (véase gráfico 2.8).

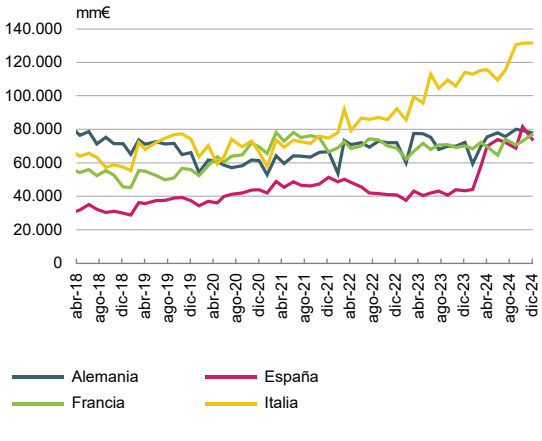
Gráfico 2.8 Financiación en el mercado monetario

1 Volumen medio de transacción diario en el mercado monetario de la UE, por segmentos



Segmento garantizado
Segmento no garantizado
Segmento no garantizado (solo interbancario)

2 Volumen total de préstamos tomados por los bancos, para los países seleccionados



Alemania
España
Francia
Italia

FUENTE: Banco Central Europeo *(Money Market Statistical Reporting)*.

3 Evolución sectorial del sistema financiero

3.1 Sector bancario

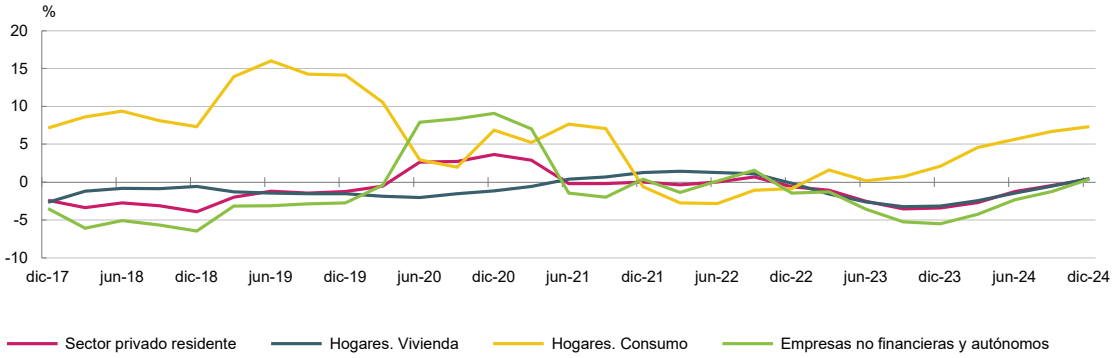
En 2024, la rentabilidad del sector bancario español, que ya se situaba en niveles históricamente elevados, volvió a aumentar. Esta mejora de su resultado consolidado se debió principalmente al crecimiento del margen de intereses, impulsado tanto por la subida del margen unitario como por la recuperación de la actividad de intermediación. Esta recuperación se reflejó, en particular, en una expansión del crédito tanto a hogares como a empresas no financieras en el negocio en España, en un entorno de reducción del tipo de interés de política monetaria. Además, las ratios de créditos dudosos y en vigilancia especial de estas carteras de crédito mostraron una evolución a la baja, lo que contribuyó a que las pérdidas por deterioro se mantuvieran contenidas en 2024. En lo que respecta a los costes financieros, estos subieron moderadamente en 2024, aunque se estabilizaron en la parte final del año. Los depósitos contribuyeron principalmente a este aumento, lo que continúa reflejando un cierto rezago en la traslación del alza de los tipos de interés. No obstante, el peso relativamente pequeño de los depósitos a plazo permite que el coste total de esta categoría de pasivo siga siendo contenido. La elevada rentabilidad de la banca española en 2024, así como en los dos años anteriores, ha contribuido a una mejora en las ratios de solvencia del sector. Así, la ratio de capital CET1 de la banca española se sitúa en niveles notablemente superiores a los requerimientos regulatorios, aunque es inferior a la de los sistemas bancarios europeos comparables, mientras que la ratio de apalancamiento está en línea con la de estos. En cuanto a las ratios de liquidez, estas se mantuvieron en una posición holgada respecto a los requerimientos regulatorios, a pesar de la reducción del balance del Eurosistema en 2024 y del mencionado encarecimiento de la financiación.

Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

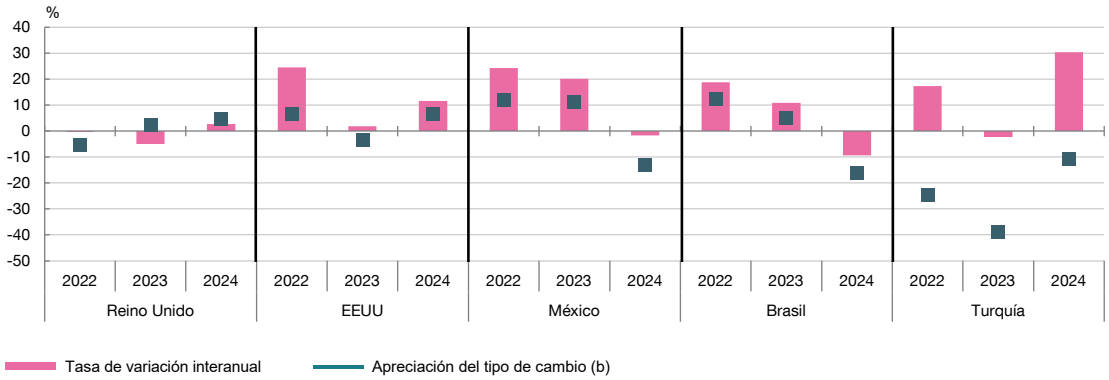
En 2024, el volumen de préstamos otorgados por las entidades bancarias al sector privado residente en España aumentó, en contraste con la caída de los años anteriores. El saldo vivo del crédito creció un 0,4 % interanual en el conjunto del año (véase gráfico 3.1.1, panel 1), impulsado tanto por el crédito a los hogares como por el otorgado a las empresas no financieras y autónomos, con especial intensidad en el último trimestre, y de manera generalizada entre las entidades bancarias. En el caso de las empresas no financieras y autónomos, el crédito aumentó un 0,4 %, en contraste con el descenso del 5,5 % registrado el año anterior, mientras que, para los hogares, el incremento fue del 1,1 % (−2,4 % en 2023). Por su parte, en el crédito a las sociedades financieras se registró una caída del 5,7 %, frente al aumento del 2 % del año anterior.

Gráfico 3.1.1 Variación del saldo de crédito en España y en el extranjero

1 Tasa de variación interanual del crédito. Datos individuales, negocios en España



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



FUENTE: Banco de España.

a El sector privado incluye los hogares, las empresas (no financieras), los trabajadores autónomos (también referidos como empresarios individuales) y las entidades financieras no bancarias (e. g., compañías de seguros). Se considera el crédito total concedido a los residentes en cada una de las jurisdicciones representadas en el gráfico, independientemente de que se trate de actividad local o transfronteriza.

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

La reactivación del crédito a empresas no financieras fue generalizada por sectores y tamaños, aunque el saldo no llegó a expandirse en 2024 en todos ellos. Al analizar el crédito a empresas por tamaño, se observa una recuperación en las tasas en todos los segmentos, aunque el crecimiento positivo se limitó a las grandes empresas (3,1 % en 2024, frente a −1,8 % en 2023). En las pymes se registró todavía un descenso (−2,3 % en agregado), aunque en cualquier caso mucho más moderado que en 2023, cuando se observó una caída interanual del 8,8 %. En el crédito a los autónomos, la disminución se moderó notablemente, situándose en el −1,9 % interanual en 2024 (−8,7 % en 2023). Por sectores de actividad, el incremento en las tasas fue generalizado, observándose por primera vez en los últimos años un crecimiento anual en los de construcción y actividades inmobiliarias. Los préstamos vivos con garantía ICO por el COVID-19 descendieron un 30,8 % con respecto al año anterior[4].

4 Puesto que no se conceden nuevos créditos con esta garantía, esta es una cartera cerrada cuyo volumen se reduce según se amortizan los préstamos no clasificados como morosos.

En cuanto al crédito a los hogares, se observaron crecimientos positivos tanto en los préstamos destinados a adquisición de vivienda como en los otorgados para financiar el consumo. En el primer caso, el incremento interanual en 2024 fue moderado (0,5 %), pero contrasta con el descenso de 2023 (−3,2 %). El crédito al consumo, por su parte, ya había crecido en 2023 (2,1 %), pero en 2024 se ha acelerado su variación interanual hasta el 7,3 %. El resto del crédito a hogares, que pesa poco más del 6 % sobre el conjunto del sector, descendió un 3,7 % en este ejercicio.

En el negocio internacional, el crédito a hogares y empresas concedido por las entidades españolas creció en 2024 a nivel consolidado de forma similar a como lo hiciera el año anterior. Las entidades bancarias aumentaron el crédito a contrapartes extranjeras, valorado en euros, en un 6 % el último año, cifra similar a la de 2023, destacando los crecimientos de Estados Unidos y Turquía. En el primer país, que representa más del 13 % del negocio exterior de los bancos españoles, el aumento fue de un 11,6 %, derivado en parte de la apreciación del dólar frente al euro. En Turquía, el crédito creció un 30 %, pese a la fuerte depreciación de la lira. En cuanto a otros países de relevancia para la banca española, el crédito aumentó muy moderadamente en el Reino Unido, mientras que descendió en México y Brasil, en parte por la depreciación de sus monedas (véase gráfico 3.1.1, panel 2).

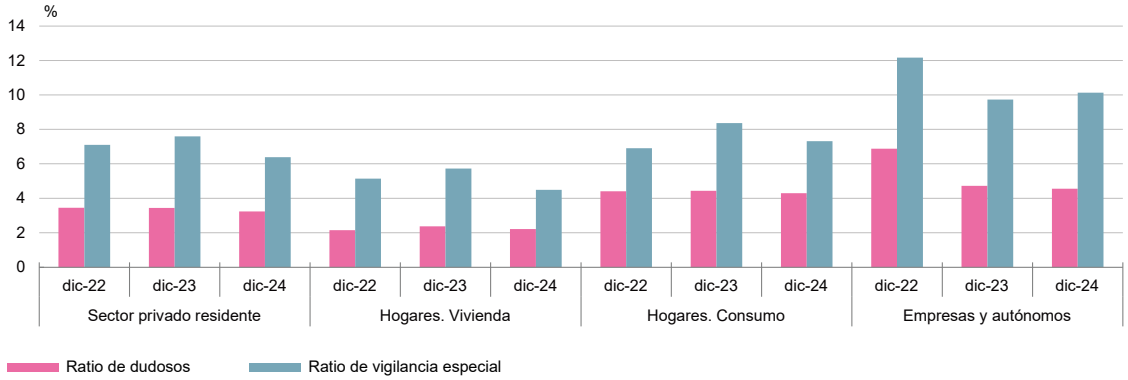
Las ratios de créditos dudosos y en vigilancia especial[5] correspondientes al sector privado residente en España mostraron descensos durante 2024. Esta evolución fue el resultado tanto de la disminución de los créditos clasificados en dichas categorías como del incremento en el saldo total de crédito (denominador de las ratios). En consecuencia, la ratio de créditos dudosos para el sector privado residente cerró el año pasado en un 3,2 % (0,2 pp menos que en 2023). En el crédito a empresas no financieras y autónomos, la ratio de dudosos se situó en diciembre de 2024 en el 4,3 %, reduciéndose 0,3 pp en el conjunto del año. En el crédito a hogares, la ratio descendió 0,2 pp, hasta el 2,7 %, en el mismo período, debido tanto a la evolución en el crédito destinado a vivienda (−0,2 pp, hasta el 2,2 %) como en el resto del crédito (−0,5 pp, hasta el 4,6 %). Por su parte, la ratio de vigilancia especial se situó en el 6,4 % en diciembre de 2024 (1,2 pp menos que en 2023). Este descenso fue consecuencia de los registrados en las ratios de vigilancia especial tanto en el crédito para empresas y autónomos (−1,7 pp, hasta el 8,4 %) como en el destinado a hogares (−0,9 pp, hasta el 5,2 %) (véase gráfico 3.1.2, panel 1).

Las refinanciaciones y reestructuraciones, así como los activos adjudicados, mantuvieron la tendencia a la baja de años anteriores dentro del negocio en

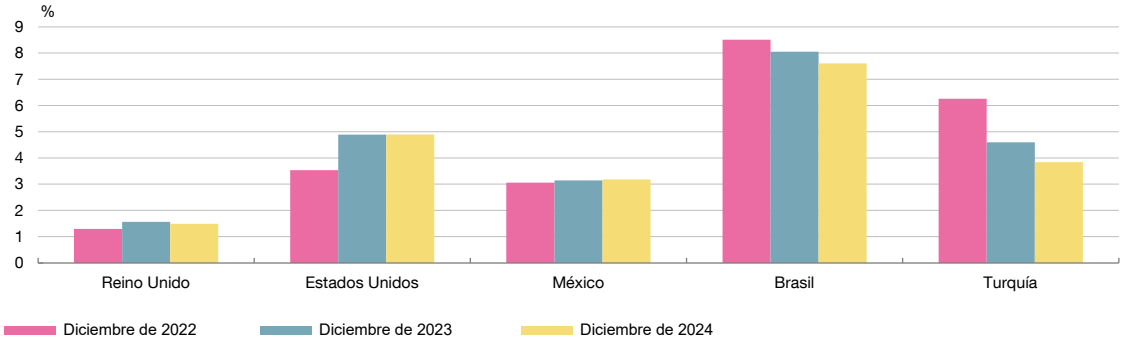
5 De acuerdo con la Circular 4/2017, un crédito se clasifica como dudoso cuando existe un deterioro crediticio, esto es, cuando presenta un evento de incumplimiento. Por su parte, un crédito se clasifica en vigilancia especial cuando, aun sin haberse producido ningún evento de incumplimiento, se observa un incremento significativo del riesgo de crédito desde el momento de la concesión.

Gráfico 3.1.2 Activos problemáticos en España y en el extranjero

1 Ratio de crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Negocios en España, DI



2 Evolución de la ratio de dudosos en los países extranjeros principales para el sector bancario español. Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España.

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

España. Los préstamos refinanciados o reestructurados[6] disminuyeron un 20,1 % interanual, una caída 3,3 pp mayor que la del ejercicio anterior. Este descenso fue especialmente significativo en empresas no financieras y autónomos (−21,2 %). En los hogares, la reducción de este tipo de préstamos fue del 18,2 %, lo que supone una aceleración en el descenso del 8,6 pp respecto al año anterior. Por su parte, los activos adjudicados[7] se situaron en diciembre de 2024 en 13,3 mm de euros, tras una reducción del 16,1 % en el año.

6 De acuerdo con la Circular 4/2017, se consideran operaciones refinanciadas aquellas que se ponen total o parcialmente al corriente de pago como consecuencia de una operación de refinanciación realizada por la propia entidad u otra entidad de su grupo. Por su parte, las operaciones reestructuradas son aquellas en las que se modifican las condiciones financieras con el fin de facilitar el pago de la deuda (principal e intereses) porque el titular no puede, o se prevé que no va a poder, cumplir en tiempo y forma con dichas condiciones, aun cuando dicha modificación estuviese prevista en el contrato.

7 Un activo adjudicado o recibido en pago de deuda es aquel que adquiere una entidad bancaria como resultado del incumplimiento de un deudor en el pago de su obligación. Estos bienes generalmente son los que respaldaban el crédito como garantía y pasan a formar parte de los activos del banco tras procesos legales o acuerdos con el deudor.

La ratio de dudosos en el negocio internacional se redujo ligeramente con respecto al año anterior, apreciándose diferencias según el país. Destacan los descensos en las ratios de Turquía y Brasil, que se situaron en diciembre de 2024 en el 3,8 % y el 7,6 %, respectivamente. En el Reino Unido se observó un ligero descenso, hasta el 1,5 %, mientras que en Estados Unidos y México apenas se registraron variaciones en la ratio, situándose respectivamente en el 4,9 % y el 3,2 % en diciembre de 2024 (véase gráfico 3.1.2, panel 2).

Condiciones de financiación y liquidez

A pesar de la reducción de los tipos de interés de política monetaria, el coste medio del pasivo bancario creció moderadamente en 2024, aunque se estabilizó en la segunda mitad del año. En concreto, el coste medio del pasivo en 2024 se situó en el 3,1 %, frente al 2,6 % observado en 2023 (véase gráfico 3.1.3, panel 1). La remuneración de los depósitos del sector privado —hogares, empresas no financieras y Administraciones Públicas (AAPP)— fue la partida que más contribuyó al incremento del coste, debido a la lenta traslación de las variaciones en los tipos de referencia a estos depósitos, así como a su peso predominante entre las fuentes de financiación de las entidades españolas. Este comportamiento de los depósitos, que permitió que la traslación de las subidas de tipos fuera más contenida durante el ciclo de endurecimiento monetario, ha retrasado también la traslación de las bajadas en el actual escenario de mayor relajación monetaria.

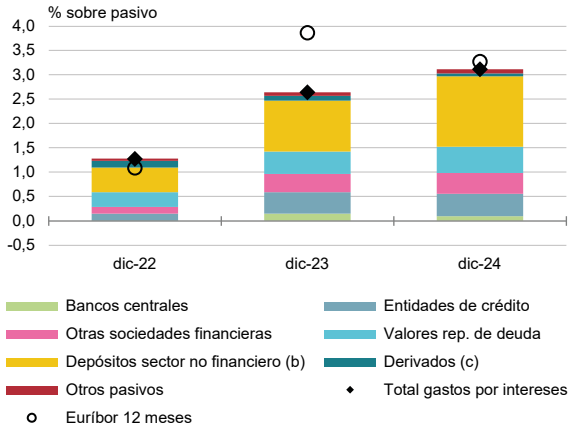
A nivel consolidado, el coste medio de los depósitos de hogares y empresas se situó en el 2,2 % en 2024, lo que supone un incremento de 58 pb respecto al año anterior. A pesar del crecimiento experimentado, en parte apoyado en un trasvase de depósitos a la vista hacia plazos más largos, el coste medio de estos depósitos sigue siendo notablemente inferior al de otras alternativas de financiación, lo que contribuyó a que en 2024 el coste medio del pasivo se mantuviera en niveles contenidos.

En los negocios en España, la remuneración media de los depósitos de hogares y empresas continuó en niveles reducidos en 2024 debido al elevado volumen de depósitos a la vista. En diciembre de 2024, los depósitos a la vista seguían representando la mayor parte de este tipo de financiación, con un peso del 83,1 %, 10,2 pp menos que al inicio del ciclo de endurecimiento monetario, pero todavía muy lejos de los valores observados en anteriores episodios de subida de los tipos de interés de referencia. En consecuencia, y a pesar de que la remuneración media de los depósitos a plazo alcanzó el 2,4 % en 2024, el coste medio del conjunto de depósitos se situó en el 0,6 % (véase gráfico 3.1.3, panel 2).

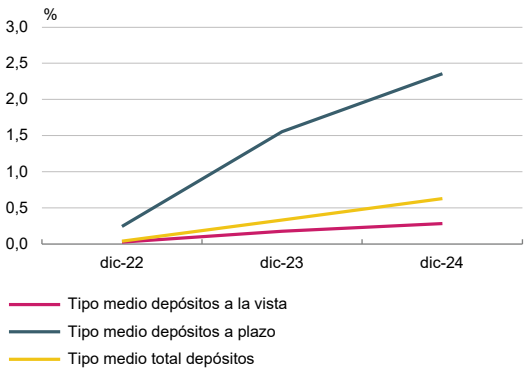
El coste medio de los valores de deuda bancaria aumentó en 2024 debido al vencimiento de emisiones a tipos reducidos y al elevado volumen de nuevas

Gráfico 3.1.3 Evolución del coste de la financiación y las ratios de liquidez

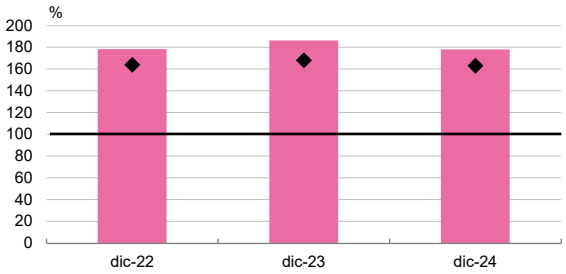
1 Gastos por intereses de la financiación. Datos consolidados (a)



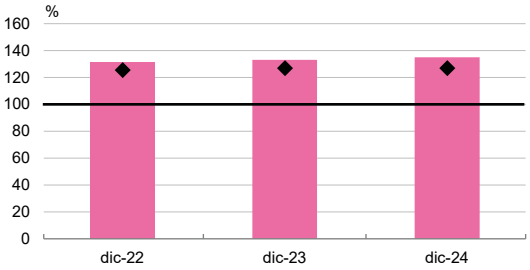
2 Coste medio de los depósitos a hogares y empresas. Negocios en España

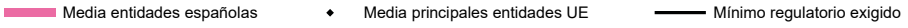


3 Ratio de cobertura de liquidez. Datos consolidados (d)



4 Ratio de financiación estable neta. Datos consolidados (e)





FUENTE: Banco de España.

a Los gastos por intereses consideran los gastos netos asociados a depósitos (desagregando por contraparte), valores representativos de deuda emitidos, otros pasivos de las entidades y derivados de negociación y cobertura de tipo de interés.
b Incluye depósitos de hogares e ISFLSH, sociedades no financieras y empresarios individuales y AAPP.
c Los gastos por intereses asociados a derivados consideran los gastos minorados por los ingresos procedentes de derivados de negociación y de coberturas de tipo de interés.
d 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. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.
e 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. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, en condiciones tanto normales como de tensión.

emisiones a tipos más elevados. El coste medio de los valores de deuda de las entidades españolas en 2024 se situó en el 4,3 %, 42 pb por encima del coste medio experimentado en 2023. Este incremento se explica por el significativo volumen de emisiones de 2024 (80,7 mm de euros, un 25,9 % superior a las del año anterior), en un contexto de tipos de interés todavía más elevados que en años previos.

Por su parte, el coste de capital de los bancos españoles se redujo en 2024, situándose en torno al 9,4 % en diciembre de 2024, frente al 10,5 % estimado

al cierre de 2023[8]**.** Esta evolución a la baja habría permitido a las entidades compensar en parte el incremento del coste de su pasivo.

En 2024, las entidades mantuvieron niveles sólidos de liquidez a pesar del mayor coste de financiación y de la reducción del balance del Eurosistema. La ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) agregada para el conjunto de entidades españolas se situó en el 178,1 % en diciembre de 2024, 8,2 pp inferior a la alcanzada un año antes. A pesar de ello, se mantiene ampliamente por encima del mínimo regulatorio del 100 % exigido y es también superior al nivel medio observado para los principales sistemas bancarios europeos (163,4 %) (véase gráfico 3.1.3, panel 3). Por su parte, la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) se incrementó ligeramente, hasta el 135,1 %, 2,1 pp por encima del nivel de finales de 2023 e igualmente más alta que el nivel medio alcanzado por las principales entidades europeas (127,1 %) (véase gráfico 3.1.3, panel 4).

Rentabilidad

La rentabilidad del sector bancario español siguió mejorando en 2024 debido, en buena medida, a la mejora del margen de intereses. El resultado neto consolidado del sector superó los 39 mm de euros en 2024, lo que supone un aumento de casi el 21 % respecto al año anterior y sitúa el ROA *(return on assets)* en el 0,93 % (frente al 0,79 % de 2023). A pesar de los descensos en los tipos de interés de referencia, el margen de intereses aumentó casi un 9 % en tasa interanual en 2024, lo que contribuyó, en buena medida, a la mejora del resultado. Este aumento del margen de intereses fue resultado de una evolución positiva tanto de precios (aumento de márgenes unitarios) como de cantidades (recuperación del crédito).

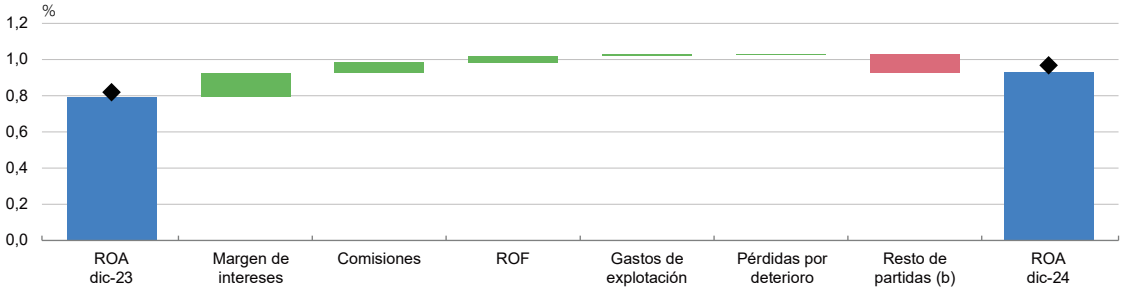
Las comisiones y el resultado de operaciones financieras también aumentaron en 2024, mientras que los gastos de explotación y las pérdidas por deterioro se mantuvieron relativamente estables. Al aumento del margen de intereses, se unieron los crecimientos en 2024 de las comisiones netas (11 %) y del resultado de operaciones financieras (31 %). Por su parte, los gastos de explotación y las pérdidas por deterioro aumentaron ligeramente, aunque por debajo del aumento del activo total medio; así, su contribución a la variación del ROA también fue positiva, a pesar de ser muy reducida (véase gráfico 3.1.4, panel 1).

La mejora en el resultado se produjo tanto en España como en el negocio en el extranjero. Así, los beneficios de las entidades con negocios en el extranjero

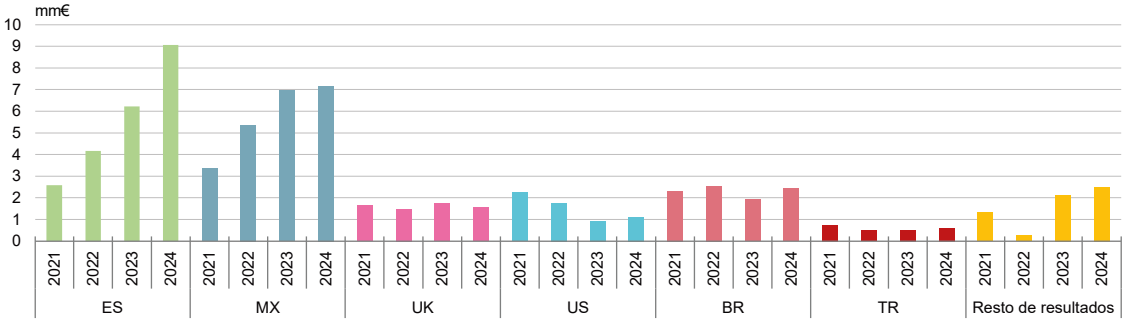
8 El coste de capital es una magnitud no observada, cuya estimación está sujeta a una importante incertidumbre; véase Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España,* 46, pp. 25-48.

Gráfico 3.1.4 Rentabilidad de las entidades de depósito

1 Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto. Datos consolidados (a)



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



FUENTE: Banco de España.

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 2024 respecto a diciembre de 2023. Los rombos negros muestran el ROA, excluido el impacto del gravamen temporal a la banca.
b Incluye, entre otras partidas, el gravamen temporal referido en la nota anterior.
c De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluyen en este grupo las tres en las que esta es de más importancia y se extiende más 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.

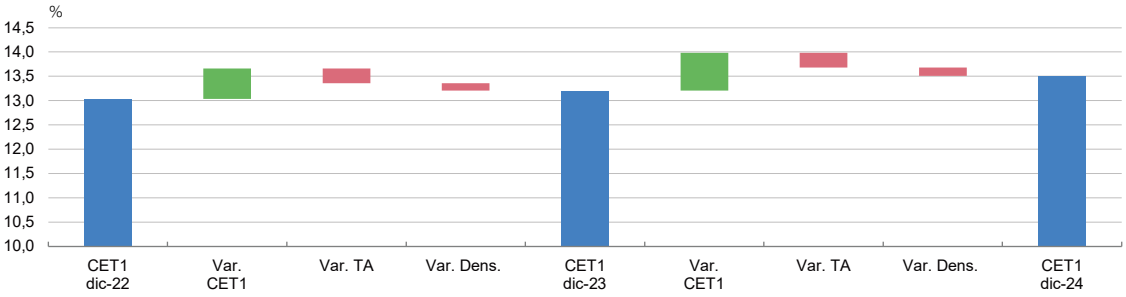
más significativos aumentaron en todas las principales geografías en las que operan, salvo en el Reino Unido (véase gráfico 3.1.4, panel 2). El aumento más notable se produjo en Brasil (un 26 % interanual), seguido de Estados Unidos (19 %). México, pese a que su crecimiento en 2024 fue más limitado (3 %), continúa siendo el país extranjero que más contribuye al resultado de estas entidades (casi un 30 % del total).

Solvencia

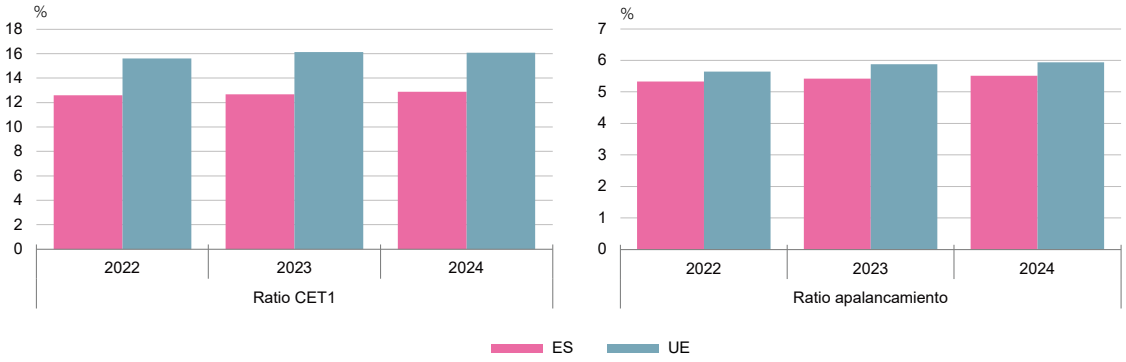
La ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) aumentó 30 pb en 2024, hasta alcanzar el 13,5 %. Este incremento se debió al crecimiento del 6 % del capital CET1 (numerador de la ratio), que fue superior al aumento del 3,6 % de los APR (el denominador de la ratio). A su vez, esta contribución negativa de los APR se debió principalmente al crecimiento del total de activos en 2024 y, en

Gráfico 3.1.5 Solvencia de las entidades de depósito

1 Descomposición de la variación de la ratio de CET1 (a). Datos consolidados. 2022-2024



2 Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados. 2022-2024



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. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.

menor medida, al leve incremento de su perfil de riesgo en el mismo período (véase gráfico 3.1.5, panel 1).

Este aumento de la ratio de CET1 ayudó a que la brecha de los bancos españoles respecto a la media europea en términos de esta métrica se redujera ligeramente en el último año. De acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea[9] (EBA, según sus siglas en inglés), la distancia entre la ratio de CET1 para las principales entidades españolas respecto a las europeas se redujo desde los 3,5 pp de finales de 2023 a los 3,2 pp de finales de 2024 (véase gráfico 3.1.5, panel 2). No obstante, en términos de la ratio de apalancamiento, el sistema bancario español se mantuvo en un nivel comparable al de los principales sectores bancarios europeos y, en relación con la media de la UE, esta ratio se situó solo 0,4 pp por debajo. La diferencia entre las brechas medidas en términos de la ratio de CET1 y la ratio

9 La diferencia entre las cifras de la ratio de CET1 para España en los dos paneles del gráfico 3.1.5 se debe a que el primer panel se refiere al total de entidades de depósito, mientras que el segundo lo hace a la muestra de las principales entidades utilizada por la EBA, que representan más del 90 % del total del activo consolidado del sistema.

de apalancamiento se debe a la mayor densidad de riesgo de los activos del sistema bancario español[10].

Análisis y medidas macroprudenciales

En 2024, el Banco de España aprobó el nuevo marco metodológico para la fijación del CCA[11], así como su activación inicial en el 0,5 %. Este porcentaje será vinculante a partir del 1 de octubre de 2025. Asimismo, se anticipó que, si los riesgos sistémicos cíclicos continúan en un nivel intermedio, se elevará al 1 % en esa fecha, con efectos vinculantes a partir del 1 de octubre de 2026. El marco de fijación del CCA previo únicamente establecía la activación de este colchón cuando el nivel de riesgos cíclicos se identificara como elevado. El nuevo marco permite esta activación en un nivel de riesgos intermedio, lo que favorece la acumulación de capital frente a un mayor rango de riesgos sistémicos cíclicos, para su posterior liberación en caso de materialización de estos.

El nuevo marco metodológico consta de una fase de evaluación de los denominados «indicadores fundamentales» y otra de análisis cuantitativo y cualitativo de información complementaria[12]. Más concretamente, en la primera fase se analiza la posición cíclica de 16 indicadores fundamentales que informan sobre la situación macroeconómica, financiera y bancaria en España. Cada indicador individual se clasifica en un nivel de riesgo según su posición respecto a su distribución histórica, lo que facilita evaluar si el valor de los indicadores es compatible con tres niveles de riesgo sistémico cíclico posibles: riesgo sistémico cíclico bajo (situación de materialización de riesgos), intermedio y elevado. Una vez estandarizados, este conjunto de indicadores se agrega en un único indicador sintético.

Los indicadores fundamentales, categorizados en cuatro dimensiones[13], y el indicador sintético se situaron en un nivel intermedio durante 2024 (véase gráfico 3.1.6, panel 1). Por componentes, la variación más destacable respecto a 2023 fue cierta corrección de los indicadores de mercados, aunque en 2024 se mantuvieron en un nivel intermedio. Respecto al resto de los indicadores, los correspondientes al sistema bancario conforman la dimensión con niveles más elevados, seguidos por los indicadores macroeconómicos. Entre estos últimos, la

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

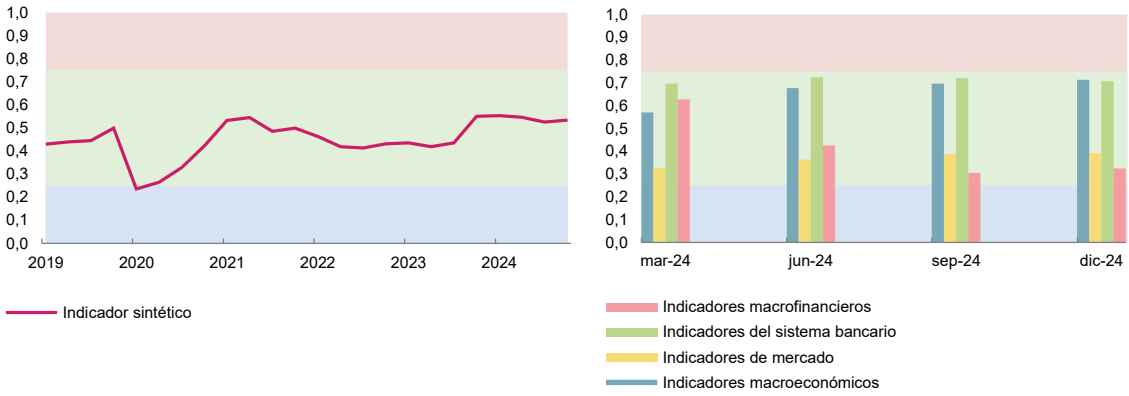
11 Véase la sección macroprudencial de la web del Banco de España, donde se detalla el nuevo marco metodológico y los trámites de consulta y de información pública en relación con su aprobación.

12 Para un mayor detalle sobre el nuevo marco de fijación del CCA en España, véanse Banco de España. (2024). "Revisión del marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) en España", y Ángel Estrada et al. (2024). "Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos". Documentos Ocasionales, 2414, Banco de España.

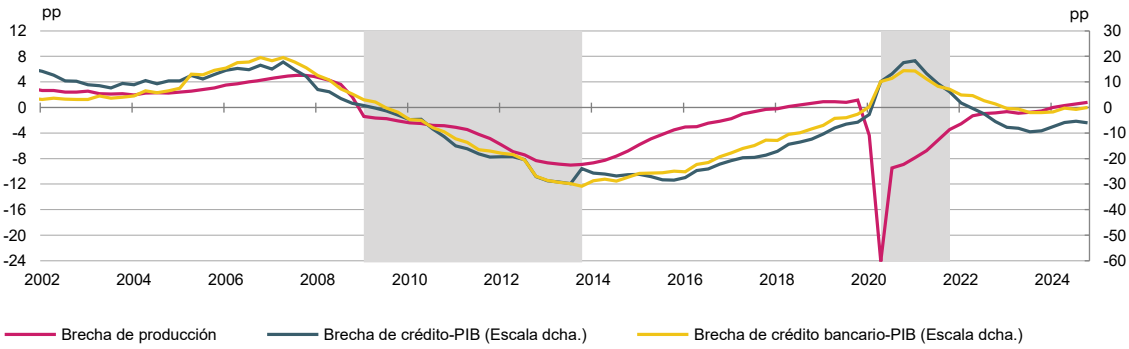
13 Indicadores macroeconómicos, macrofinancieros, de mercados financieros y de situación del sistema bancario.

Gráfico 3.1.6. Los riesgos sistémicos cíclicos se situaron en un nivel estándar. La brecha de producción aumentó y la brecha de crédito-PIB decreció ligeramente en diciembre

1 Indicadores sintéticos (a)



2 Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Datastream y elaboración propia.

a Datos actualizados a diciembre de 2024. Los indicadores están definidos entre 0 y 1 en función del percentil respecto a su distribución histórica. El rango de color azul (verde) [rojo] corresponde con una señal de nivel bajo (estándar) [elevado] de los riesgos sistémicos cíclicos.

b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Jorge E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España. La brecha de crédito bancario-PIB se calcula igual que la brecha de crédito-PIB, pero teniendo en cuenta únicamente el crédito bancario. Datos disponibles hasta diciembre de 2024. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis económica provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021).

brecha de producción, que mide la distancia entre el crecimiento del PIB efectivo y el nivel que se podría alcanzar sin que aumente la inflación, se mantuvo en valores positivos durante 2024 (véase gráfico 3.1.6, panel 2). Por su parte, la brecha de crédito-PIB, uno de los indicadores macrofinancieros del marco actual que mide la distancia entre el endeudamiento agregado de la economía (ratio de crédito sobre PIB) y su tendencia de largo plazo, aumentó durante 2024 (véase gráfico 3.1.6, panel 2).

Cuadro 3.1.1 Colchones de capital para entidades sistémicas en 2024

Código LEI (a)	Entidad	Designación (b)	Colchón de capital exigido en 2024 (%)	Colchón de capital exigido en 2025 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,25	1,25 (c)
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	1,00	1,00
7CUNS533WID6K7DGFI87	CaixaBank, SA	OEIS	0,50	0,50
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El código LEI denota el Identificador de Entidad Jurídica *(Legal Entity Identifier,* en inglés).
b El acrónimo EISM se refiere a entidades de importancia sistémica mundial; OEIS, a otras entidades de importancia sistémica.
c En el caso de que una entidad sea designada como EISM y OEIS, el requerimiento efectivo es el mayor de los dos colchones asociados. En consecuencia, para Banco Santander, SA, en 2025 prevalece el colchón OEIS (1,25 %) sobre el colchón EISM (1 %).

En 2024, el Banco de España realizó la revisión anual de la lista de entidades de crédito españolas de importancia sistémica. El Banco de España identifica las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS), a partir de criterios objetivos que atienden a variables de tamaño y modelo de negocio de las entidades[14]. A cada entidad identificada se le exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos adversos que pudiera llegar a ocasionar al sistema financiero a escala global o nacional, y promover una asunción más prudente de los riesgos.

El Banco de España volvió a identificar en 2024 una EISM y cuatro OEIS. Estos colchones no experimentaron cambios respecto al año anterior. En noviembre de 2024, el Banco de España anunció[15] la designación como OEIS de las cuatro entidades que ya recibían esta consideración en 2023. Sus colchones macroprudenciales de capital asociados en 2025 se fijaron en niveles similares a los de 2024. Posteriormente, en diciembre de 2024, se comunicó que se mantenía la identificación[16] de Banco Santander como EISM, fijando su requerimiento correspondiente para 2026 en el mismo nivel que se había determinado para 2025. Los colchones aplicables en 2024 a las entidades sistémicas (véase cuadro 3.1.1) habían sido previamente anunciados en 2022 (EISM) y en 2023 (OEIS).

14 En concreto, se emplean indicadores relacionados con el tamaño del balance, el grado de interconexión con el sector bancario y con el sistema financiero no bancario, la sustituibilidad de los servicios prestados por la entidad, la complejidad de las actividades realizadas o el volumen de actividad transfronteriza. Los indicadores utilizados en las metodologías de identificación de EISM y OEIS son similares.

15 Véase la nota de prensa publicada el 22 de noviembre de 2024 "El Banco de España actualiza la lista de Otras Entidades de Importancia Sistémica y establece sus colchones de capital macroprudenciales para 2025".

16 Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 5 de diciembre de 2024.

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas

Mercados de valores

La evolución de los mercados de renta variable en 2024, tanto en España como a nivel internacional, estuvo condicionada por los cambios de orientación de la política monetaria y las perspectivas de recortes de tipos por el BCE. Los mercados de renta variable presentaron una evolución alcista por segundo año consecutivo, que llevó al índice español IBEX 35 (que avanzó un 14,8 %) a alcanzar sus valores más elevados desde el año 2010. La revalorización del índice español volvió a situarse por segundo año consecutivo como la segunda mayor entre los principales índices del área del euro, que, de nuevo, alcanzaron la zona de máximos históricos o incluso, en algún caso, cerraron el ejercicio en dicha zona. El índice español volvió a beneficiarse de la elevada ponderación y el buen comportamiento del sector financiero, así como de la revalorización de los sectores de bienes y servicios de consumo, lo que contribuyó a reducir la brecha de rendimiento observada desde el inicio de la pandemia respecto a otros grandes índices europeos.

Los niveles de volatilidad se mantuvieron en niveles reducidos e incluso disminuyeron respecto a los de 2023[17]**.** Únicamente se observó un repunte transitorio en el mes de agosto, coincidiendo con una subida de los tipos de interés en Japón, la publicación de algunos datos económicos en Estados Unidos peores de los esperados y los retrocesos en las cotizaciones de las grandes tecnológicas norteamericanas. Asimismo, las condiciones de liquidez[18] se mantuvieron en niveles satisfactorios durante todo el ejercicio, favorecidas por los reducidos niveles de volatilidad.

La contratación de renta variable española se recuperó en 2024 y creció hasta situarse por encima de los 717 mm de euros (un 14,4 % más), pero todavía sigue por debajo del promedio de la última década. La mejora de la contratación se extendió tanto al mercado regulado como a otros mercados y centros de contratación competidores, si bien fue más intensa en estos últimos. Así, se ha consolidado el proceso de redistribución de la contratación desde el regulado hasta esos otros centros competidores, llegando a niveles similares a los que se observan en otros grandes mercados de valores europeos. La contratación en el mercado regulado español aumentó un 3,8 % —hasta casi 301 mm de euros—, mientras que en el resto de los mercados y centros de contratación competidores lo hizo un 23,5 % más —hasta más de 416.500 millones de euros—. Por otro

17 En el caso del IBEX 35, el promedio anual de este indicador fue del 12,8 %, por debajo del 13,1 % alcanzado en 2023.

18 La liquidez, estimada mediante la horquilla de precios *bid-ask,* se situó en promedio en 2024 en el 0,06 %, por debajo de los valores de 2023 (0,063 %) y de la media histórica del indicador (0,087 %).

lado, la actividad emisora comenzó a recuperarse[19] y tres nuevas sociedades se incorporaron a las bolsas españolas[20] (Puig Brands, Cox Energy e Inmocemento).

La relajación de la política monetaria del BCE, que incluyó cuatro rebajas de tipos conforme los niveles de inflación se moderaban, tuvo como consecuencia que el rendimiento de los activos de renta fija tanto pública como corporativa disminuyese a lo largo de la curva. La caída fue más pronunciada en la segunda mitad del año (cuando se hicieron efectivos tres de los cuatro recortes de tipos) y en los tramos cortos y medios de la curva. Así, a pesar de la reducción paulatina del apoyo de los programas de compras[21] del BCE, la mayor parte de los activos alcanzaron el rendimiento más bajo de los últimos años en el cuarto trimestre del año, aunque parte de las caídas de rentabilidad se revirtieron parcialmente a finales del ejercicio, ante la perspectiva de que las rebajas de tipos pudieran perder intensidad en 2025 y se demoraran en el tiempo.

Los tipos de interés de la deuda pública a diez años finalizaron el ejercicio ligeramente por encima del 3 %, similares a los del inicio del año, concentrándose los recortes —de más a menos— en los tramos cortos y medios de la curva (con rebajas de entre 10 pb y 120 pb). Asimismo, la prima de riesgo soberano volvió a reducirse en el ejercicio de 97 pb a 69 pb, su nivel más bajo desde el primer trimestre de 2022. Por su parte, las primas de los subsectores privados tuvieron un comportamiento desigual, con descensos de la del sector financiero similares al del soberano gracias al buen comportamiento de sus beneficios y perspectivas, mientras que la de los sectores no financieros se mantuvo relativamente estable a lo largo del ejercicio y apenas varió.

La actividad emisora de deuda de las empresas españolas retrocedió un 14,3 % el año pasado, con una caída de las emisiones de deuda realizadas o admitidas en España algo superior a la de las emisiones registradas en el exterior. Las emisiones de renta fija registradas o admitidas en los mercados españoles AIAF y MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) alcanzaron los 67.860 millones, un 25,1 % menos que en 2023. De este importe, 18.790 millones de euros correspondieron a emisiones registradas en la CNMV[22] y el resto a

19 La financiación de empresas mediante el recurso al mercado de capitales creció hasta alcanzar los 8.063 millones de euros, aunque se mantiene por debajo de los valores medios de la última década.

20 El mercado alternativo BME Growth incorporó cinco nuevas sociedades, a la vez que destacó la creación del segmento BME Scaleup destinado a empresas en etapas de desarrollo temprano que deseen acceder a la financiación de los mercados de valores.

21 Las reinversiones de los vencimientos de activos de los programas de compras del BCE, APP y PEPP, finalizaron en julio de 2023 y diciembre de 2023, respectivamente.

22 El volumen de emisiones registradas en la CNMV en 2024 disminuyó significativamente como consecuencia de la entrada en vigor el 18 de septiembre del artículo 63 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI), por el cual la CNMV traspasó competencias de registro y verificación de valores no participativos a los organismos rectores de estos mercados (AIAF y MARF). Por tanto, el volumen de emisiones registrado en la CNMV ha dejado de ser un indicador representativo de la deuda total emitida en España y es preciso complementar esta información con la de los importes admitidos en mercado.

admisiones en los mercados[23]. Asimismo, las emisiones realizadas en el exterior disminuyeron un 7 %, hasta situarse en los 124.789 millones de euros, si bien la actividad emisora a largo plazo continúo creciendo hasta superar un volumen de 80 mm de euros. Estas cifras reflejan una importante caída de la actividad emisora de deuda a corto plazo tanto en España como el exterior, en un contexto en el que los emisores podrían haber aprovechado la facilidad de acceso al mercado a plazos más largos a un coste de emisión atractivo en relación con los más recientes. Por otro lado, las emisiones de deuda con características ASG (medioambientales, sociales y de gobernanza) realizadas por el sector privado volvieron a crecer, hasta superar los 16.600 millones de euros[24] (un 28,9 % más), de los que más de 14 mm de euros fueron bonos verdes.

La percepción sobre el riesgo de mercado en los activos de renta variable se mantiene en niveles elevados. Esto es así sobre todo en algunos sectores y mercados (en especial los ligados a la tecnología y los mercados de valores estadounidenses), en un contexto de riesgos geopolíticos crecientes, mientras que el riesgo de mercado[25] de los activos de deuda se mantiene en niveles moderados, al beneficiarse de las perspectivas de posibles rebajas adicionales de tipos por parte de los bancos centrales. Así, los inversores podrían estar infravalorando las potenciales consecuencias de un posible escenario de guerra comercial —en un momento de intensificación de los riesgos geopolíticos—, lo que tendría un importante impacto negativo en el crecimiento y en los beneficios empresariales y, por tanto, en la valoración de las compañías, que podrían sufrir correcciones significativas.

Por su parte, el riesgo de crédito[26] también se mantiene en niveles moderados, al verse favorecido por el descenso de los tipos y por una cierta relajación de las condiciones de financiación, si bien hay algunas circunstancias que podrían dar lugar a repuntes de este en el caso de que persistan los bajos niveles de crecimiento. Así, los elevados niveles de deuda pública acumulados por algunas economías europeas, los planes de aumento del gasto público en defensa, así como la agitación política en algunas economías europeas —que favorece al abandono de la ortodoxia presupuestaria—, podrían favorecer la aparición de episodios de volatilidad en las primas de riesgo e incluso fenómenos de contagio en aquellas economías o empresas más endeudadas y con finanzas más vulnerables. Esta circunstancia podría favorecer cierto grado de fragmentación entre los emisores en función de sus calificaciones crediticias, así como correcciones de precios en aquellos activos con mayor riesgo asociado, como la deuda subordinada y la *high yield.*

---

23 Del importe total admitido, 16.468 millones de euros correspondieron a admisiones en MARF, un 7,8 % más, que en su mayoría correspondió a emisiones de pagarés.

24 Esta cifra representa casi el 14 % de las emisiones de deuda a largo plazo de los emisores españoles. Las emisiones de este tipo realizadas por las AAPP se situaron en 3.944 millones en 2024, un volumen similar al del ejercicio anterior.

25 Asociado a la posibilidad de nuevos incrementos de tipos de interés.

26 Estimado mediante el coste promedio de los *credit default swaps* (CDS) de los distintos sectores.

Las infraestructuras financieras de contratación y poscontratación de valores domiciliadas en España desarrollaron sus actividades en 2024 sin incidencias. La CNMV llevó a cabo, como cada año, los ejercicios anuales de revisión de cumplimiento de los requisitos impuestos por la legislación de la UE en relación con las dos infraestructuras sistémicas del grupo BME, BME Clearing e Iberclear. Asimismo, con motivo de la entrada en vigor del Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA), la CNMV realizó una revisión del proceso de adaptación y preparación de las infraestructuras de mercado a los nuevos requisitos en el ámbito del riesgo tecnológico y de ciberseguridad.

La CNMV desarrolló las actividades habituales de supervisión continua de la entidad de contrapartida central (ECC), que incluyen el seguimiento de la actividad y de los riesgos de mercado, crédito, liquidez y operacional. La supervisión revisó que los modelos y procedimientos de la ECC cumplen con los requisitos regulatorios, en concreto, los relacionados con el marco definido por EMIR *(European Market Infrastructure Regulation).* Finalmente, la CNMV revisó de manera rigurosa una serie de iniciativas y metodologías propuestas por la ECC o en proceso de implementación, que incluyen, entre otros, un nuevo marco de evaluación de la solvencia de los miembros compensadores y un proceso mejorado de gestión de garantías ante determinados escenarios caracterizados por incrementos repentinos de la actividad.

En cuanto a magnitudes de riesgo de BME Clearing, el total de garantías iniciales exigidas en 2024 se redujo un 3,9 % respecto a su valor promedio de 2023. Esto estuvo causado en parte por la continuación de la tendencia descendente (tanto en posición abierta como en precios) en el segmento de energía, pero principalmente por la reducción de la actividad en el segmento de renta fija (−73,7 %). Esta última se explica por el incremento de la actividad OTC *(over the counter)* y las subastas de liquidez[27] del Tesoro, que desvió volúmenes fuera de la ECC durante el año, los cuales se recuperaron progresivamente en meses posteriores. Parte de la caída de garantías mencionada se compensó por el crecimiento de estas en el segmento de derivados financieros (+25 %), impulsado por el aumento del nivel del índice IBEX 35.

En relación con la liquidación de valores, el depositario central de valores, Iberclear, y sus entidades participantes llevaron a cabo las pruebas necesarias para asegurar que la eliminación de la obligación de notificar operaciones al denominado PTI *(Post-Trade Information System)* se produjera de manera ordenada y segura. En cumplimiento de la disposición normativa de la LMVSI

27 El Tesoro realizó a lo largo de 2024 distintas subastas de liquidez para colocar sus excedentes de tesorería en el mercado y obtener un rendimiento financiero, en línea con la actividad de otros tesoros de la zona del euro. Las operaciones de este tipo se instrumentalizaron a través de compraventas dobles (denominadas «simultáneas») o mediante operaciones de depósito a plazo.

que obligaba a ello, la desaparición del PTI tenía el objetivo principal de armonizar los procesos de poscontratación en España con los estándares europeos, así como hacer más atractivo el mercado de valores español.

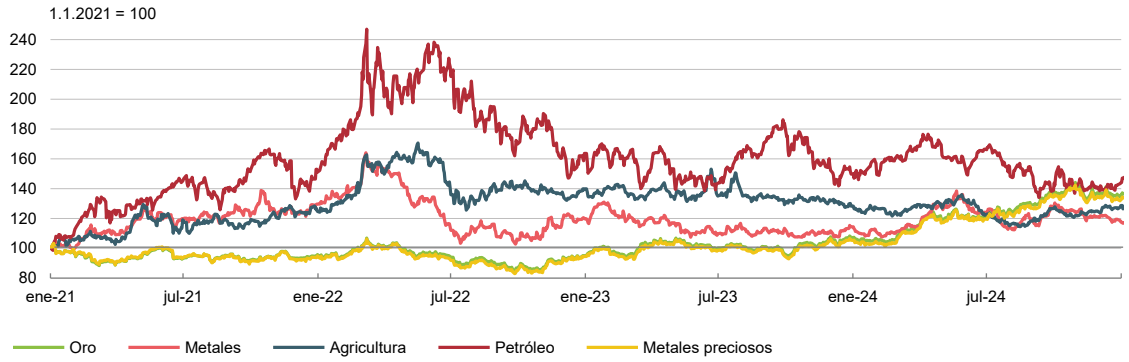
Adicionalmente, la European Securities and Markets Authority (ESMA)[28] publicó el 18 de noviembre de 2024 su informe sobre la evaluación de la posible reducción del ciclo de liquidación, su idoneidad, costes y beneficios, riesgos y calendario. En este sentido, se ha establecido el 11 de octubre de 2027 como fecha de migración a este nuevo ciclo de liquidación (T+1), se han constituido a nivel europeo y nacional los grupos de trabajo para la gobernanza de dicho proyecto y se han puesto en marcha sus primeras fases. Así, hasta finales de septiembre de este año se deberán identificar y definir los cambios o retos de naturaleza más técnica por parte de la industria, así como avanzar con las modificaciones normativas a nivel europeo (CSDR, el Reglamento de depositarios centrales de valores y el Reglamento de disciplina en la liquidación, entre otros textos). Por otro lado, según datos de Iberclear, en 2024 se observó una nueva disminución del número de penalizaciones (entorno al 17 %) y un descenso de su importe total (casi un 10 %).

Mercados de materias primas y divisas

Los precios de las materias primas, a excepción de los metales preciosos, se mantuvieron relativamente estables en 2024, en un entorno de ralentización económica de las economías avanzadas y China y dados por resueltos los problemas de oferta de los últimos ejercicios. Los precios de las materias primas tuvieron un comportamiento irregular, pero en términos agregados su avance fue muy discreto. Entre las materias primas energéticas el comportamiento fue divergente. Por un lado, el petróleo retrocedió ligeramente como consecuencia de una oferta abundante y una menor demanda a nivel global, mientras que los precios del gas y la energía eléctrica se recuperaron con fuerza en la última parte del año por la llegada del invierno y ciertas restricciones en la oferta debido a la guerra de Ucrania. Asimismo, los precios de las materias primas agrícolas apenas variaron en su conjunto, pues las caídas de precios de los cereales, la soja y el algodón se compensaron por el fuerte encarecimiento del café y el cacao debido a las malas cosechas. Por su parte, los precios de las materias primas vinculadas a la industria apenas crecieron, como consecuencia de la ralentización económica y el mantenimiento de la debilidad en Asia y en algunos sectores industriales, mientras que los precios de los metales preciosos crecieron con fuerza —el oro alcanzó sus máximos históricos en el último trimestre del año— por su condición de activos refugio en un contexto de tensiones geopolíticas al alza.

28 En consideración de las disposiciones de CSDR Refit [Reglamento (UE) 2023/2845 del Parlamento Europeo y del Consejo, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 909/2014 en lo que respecta a la disciplina de liquidación, la prestación transfronteriza de servicios, la cooperación en materia de supervisión, la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario y los requisitos aplicables a los depositarios centrales de valores de terceros países, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 236/2012].

Gráfico 3.2.1 Evolución del precio de las principales materias



FUENTE: Refinitiv Datastream.
NOTA: Metales preciosos: oro, plata y platino; metales: aluminio, cobre, zinc, níquel y plomo.

Al contrario de lo sucedido en 2023, tanto el euro como las principales divisas se depreciaron respecto al dólar en 2024. El euro lo hizo un 6,19 %, reduciéndose su tipo de cambio a 1,0353 USD/EUR al cierre de año desde los 1,1036 USD/EUR del comienzo del ejercicio. El cambio máximo se alcanzó en agosto (1,1190 USD/EUR), mientras que el mínimo correspondió a diciembre (1,0352 USD/EUR), cuando el euro mostró mayor debilidad, si bien se mantuvo durante todo el ejercicio por encima de la paridad. La libra esterlina (GBP) se depreció un 1,71 %, pasando su tipo de cambio de 1,2729 USD/GBP a 1,2511 USD/GBP al cierre del año, mientras que el yen japonés lo hizo más de un 11 %. Asimismo, las principales divisas latinoamericanas —el real brasileño y el peso mexicano— también perdieron valor frente al dólar.

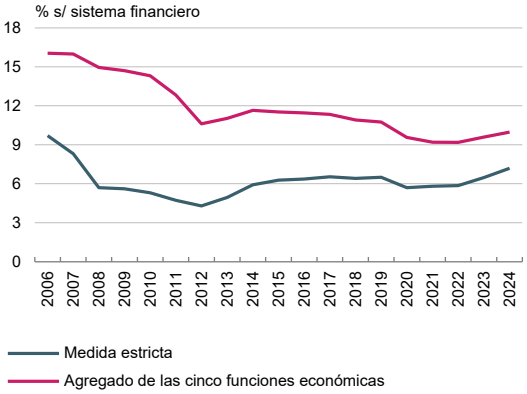
3.3 Intermediación financiera no bancaria

La intermediación financiera no bancaria[29] (IFNB) en España volvió a registrar una expansión notable en 2024, elevando la relevancia de sus activos en el conjunto del sistema financiero hasta porcentajes aún limitados en comparación con los de los países del entorno, pero no observados desde antes de la crisis financiera global. El primero de los agregados no bancarios objeto de análisis, el más general, pues considera todas las instituciones financieras excepto las bancarias, finalizó 2024 con un volumen de activos de 1,63 billones de euros (un 4,5 % más que en 2023). Este importe es ligeramente superior al PIB de la economía española (1,59 billones de euros en 2024). El segundo de los agregados de la IFNB en consideración, denominado «medida estrecha» por aplicar un criterio más estricto a la hora de determinar las entidades que forman parte de la IFNB, acabó el ejercicio anterior con unos activos de 395 mm de

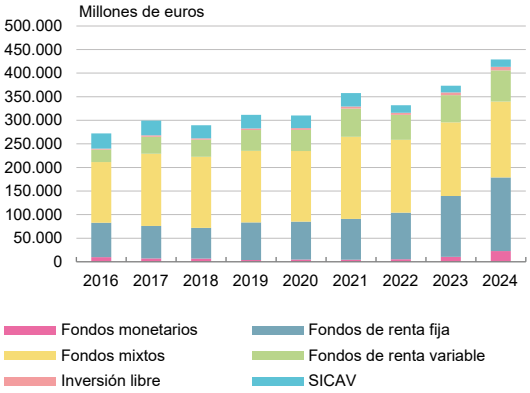
29 La CNMV publica con carácter anual un informe detallado al respecto: *Monitor de la intermediación financiera no bancaria*.

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2024)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Activos de las IIC



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.
NOTA: Forman parte de la IFNB todos los tipos de IIC representadas en el gráfico excepto los fondos de renta variable.

euros. Esta cifra revela un crecimiento sustancial, del 13,7 %, respecto a 2023, por lo que, en consecuencia, el peso de la IFNB —en su medida estrecha— en el conjunto del sistema financiero se incrementó hasta el 7,2 %. Este porcentaje no es elevado en comparación con otras jurisdicciones de nuestro entorno[30], pero supone el valor más alto desde el año 2007, antes de la crisis financiera global (véase gráfico 3.3.1).

La magnitud de la IFNB en su medida estrecha se obtiene a partir de los activos financieros de las entidades que se pueden encuadrar dentro de una de las cinco funciones económicas (FE) definidas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés)[31] cuya actividad puede generar riesgos de similar naturaleza a los bancarios. Además, se excluyen los activos de las entidades que, a pesar de cumplir con estas definiciones, consolidan en los grupos bancarios. Dentro de estas funciones están, por ejemplo, los fondos de inversión (con algunas excepciones), las titulizaciones, los establecimientos financieros de crédito y algunos intermediarios financieros, como las sociedades de valores. En el caso español, los activos de la IFNB se explican

30 Según el último informe publicado por el FSB con datos correspondientes a 2023, la medida estrecha de la IFNB en las economías avanzadas se situaba, en términos agregados, en el 15,2 % del sistema financiero total, mientras que en las emergentes el porcentaje era del 12,7 %. Véanse FSB. (2023). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024,* de 16 de diciembre, y JERS. (2024). *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024,* publicado en el mes de junio.

31 Estas funciones son (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos; (FE2) concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo; (FE3) intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo; (FE4) entidades que realizan una actividad de facilitación a la creación de crédito, y (FE5) intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Para un mayor detalle, véase FSB. (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities,* de 29 de agosto.

de forma mayoritaria por las entidades de la primera función económica, que está formada —en esencia— por diferentes tipologías de instituciones de inversión colectiva (IIC)[32]. Esta FE también es preponderante en otras jurisdicciones de nuestro entorno, pero no con tanta intensidad.

Los activos de la medida estrecha de la IFNB en España se situaron en 2024 en 395 mm de euros[33]. De este importe, el 92 % correspondía a entidades de la FE1 (determinadas IIC), lo que da una idea de su relevancia en el conjunto de la IFNB. Además, cabe destacar que esta proporción ha mostrado una tendencia creciente desde 2010, cuando rondaba el 60 % de la IFNB. En aquellos años, las titulizaciones de activos eran mucho más relevantes. En la actualidad, las titulizaciones —que se enmarcan en la FE5— apenas representan el 5,5 % de los activos de la IFNB. El 2,7 % restante se repartía entre entidades de las tres FE restantes[34].

La evaluación de riesgos en el ámbito de los fondos de inversión no revela situaciones de vulnerabilidad relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. La mayor parte de los análisis de riesgos en el ámbito de la IFNB, que se realizan sobre estas instituciones habida cuenta de su relevancia en este agregado, valoran diferentes parcelas de riesgo —que se detallan a continuación—, entre las que destaca la estimación de los activos líquidos de los fondos (bajo la metodología HQLA), decisivo para valorar la resistencia de los fondos ante situaciones de necesidades elevadas de liquidez, bien sea por un aumento de los reembolsos de los partícipes, bien por un aumento de garantías o *margin calls* fruto de su posición en derivados. También es importante seguir el apalancamiento de estas instituciones, así como otras fuentes de riesgo relacionadas con la cartera de renta fija, como, por ejemplo, el riesgo de crédito o la duración de dichas carteras, en cuanto que describen su sensibilidad ante movimientos de tipos de interés. La evaluación de riesgos se completa con pruebas de resistencia y con análisis específicos para valorar el grado de interconexión entre los propios fondos de inversión[35].

32 Forman parte de la IFNB todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable. De los vehículos pertenecientes a la IFNB, a finales de 2024 el 92 %, en términos patrimoniales, eran armonizados (cumplían con la normativa UCITS), mientras que el restante 8 % eran no armonizados (fondos de inversión alternativa).

33 En esta medida estrecha no se incluyen los activos de las entidades que, aunque cumplen con la definición de una de las cinco funciones económicas, consolidan en grupos bancarios. Sin esta eliminación, el conjunto de activos ascendería a 548 mm de euros.

34 Si se analizan las entidades que cumplen con la definición de cada una de las distintas funciones económicas sin eliminar aquellas que consolidan dentro de un grupo bancario, los pesos de cada una son notablemente distintos. Así, la FE1 supondría un 66 %, mientras que el porcentaje de la FE5 sería del 23 %.

35 Como ejemplo de análisis específico en el ámbito de las interconexiones entre los fondos de inversión, véase el último monitor de la IFNB publicado por la CNMV, que presenta un análisis de redes que valora las posiciones comunes de los fondos en activos de renta fija. El ejercicio identifica tres grupos de fondos con una posición común elevada frente a deuda soberana española, deuda soberana italiana y deuda corporativa emitida por el sector financiero, de modo que un *shock* en alguno de estos activos podría tener una repercusión negativa en ellos y, posiblemente, amplificar las espirales de contagio adversas.

La estimación del apalancamiento[36] de las IIC de la FE1 revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones sigue muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación. Se evalúa el apalancamiento sintético (a través de derivados) de estas entidades, pues el apalancamiento financiero (endeudamiento) está muy restringido por la regulación[37]. De esta forma, el análisis de las IIC pertenecientes a la IFNB muestra que la exposición bruta[38] al riesgo de mercado suponía al cierre de 2024 el 14,4 % de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2023 (19 %), mientras que la exposición neta[39] alcanzaba únicamente el 7,8 %[40] del patrimonio. Con la información disponible en la CNMV, por tanto, no se observan vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa, ya que están muy por debajo del máximo permitido (100 % del patrimonio).

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles[41] eran satisfactorias en 2024 respecto a los años anteriores. La evaluación del riesgo de liquidez es especialmente relevante en el caso de estos vehículos, ya que en su mayoría permiten reembolsos con carácter diario. Así, la ratio de activos líquidos de alta calidad *(high-quality liquid assets,* HQLA)[42] se situó en el 61,3 % para el total de fondos pertenecientes a la IFNB (55,5 % en 2023). Esta cifra era del 55,9 % para los fondos mixtos, del 65,8 % para los de renta fija y del 68,8 % en el caso de los fondos monetarios. Si se analizan los distintos vehículos de forma individualizada, se puede observar que la mayor parte de los fondos

36 La evaluación del apalancamiento se realiza para los fondos de inversión y SICAV pertenecientes a la IFNB. Se excluyen, por tanto, las IIC de inversión libre, que tienen un peso en la FE1 del 2 %.

37 La Directiva 2009/65/CE, conocida como Directiva UCITS, limita el endeudamiento financiero máximo al 10 % del patrimonio y solamente permite recurrir a él para resolver dificultades transitorias de tesorería.

38 El cálculo de la exposición bruta se realiza utilizando la metodología propuesta por IOSCO *(IOSCO Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds,* de diciembre de 2019). De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, permitiendo realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones.

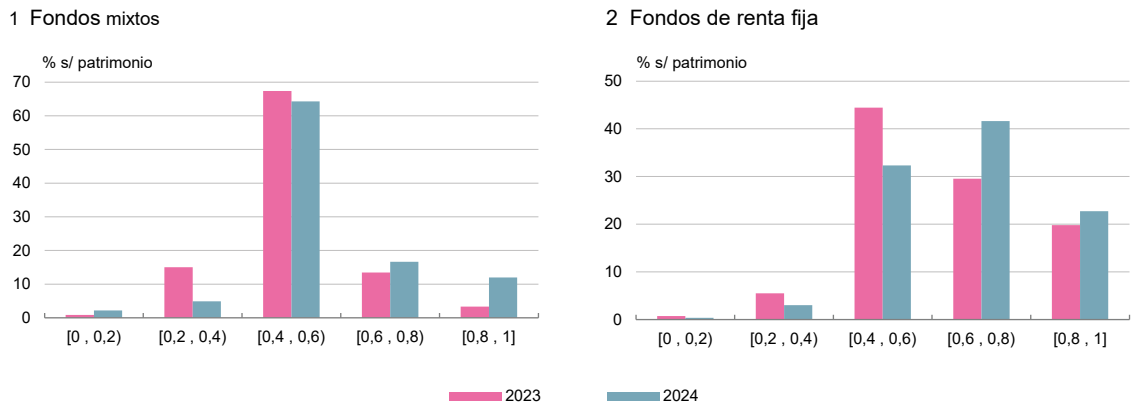
39 La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, y neutralizando así toda aquella operativa que se realiza con la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado.

40 Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de la ESMA *[ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS* (CESR/10-788)]. Estos fondos suponían casi el 95 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 17,1 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

41 La evaluación de la liquidez se realiza únicamente para los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB, excluyendo las SICAV y las IIC de inversión libre. Los fondos de inversión se dividen en fondos mixtos, fondos de renta fija y fondos monetarios, que representan un 44,3 %, un 43 % y un 6,3 %, respectivamente, de la FE1.

42 Esta ratio tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias. Así, se consideran HQLA el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulizaciones, entre el 0 % y el 65 %. Para mayor detalle, véase Javier Ojea Ferreiro. (2020). "Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión". *Boletín de la CNMV,* trimestre II. Además, para obtener una métrica lo más precisa posible se ha cuantificado también el HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión como de liquidez nula.

Gráfico 3.3.2 Condiciones de liquidez de los fondos mixtos y de renta fija (2024) (a)



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Distribución de los fondos en función de su ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA).

de inversión tenían un nivel de activos líquidos de alta calidad que superaba el 40 %: solamente en un 7,1 % de los fondos mixtos y un 3,3 % de los de renta fija (en términos patrimoniales) la ratio era inferior a este umbral (véase gráfico 3.3.2)[43]. No obstante, aunque en una proporción muy baja, existen algunos fondos de inversión cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %, concretamente el 0,3 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 2,2 % de los fondos mixtos[44].

Un análisis más exhaustivo de los activos de la cartera de renta fija de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB muestra que, a finales de 2024, la calidad crediticia era elevada y la duración modificada[45] moderada, habiendo mejorado ambas, además, en relación con 2023. Así, el 92,3 % del valor de la cartera de renta fija (91,7 % en 2023) tenía una calificación crediticia de BBB o superior *(investment grade),* de la cual un 22 % se correspondía con calificaciones AA o AAA. Como puede verse en el gráfico 3.3.3, panel 1, el valor de los activos con una calificación *investment grade* oscilaba entre el 90,2 % de los fondos mixtos y el 99 % de los fondos monetarios. Por su parte, la duración modificada para los fondos de inversión de la FE1 al cierre de 2024 era de 1,8, lo que supone un descenso a lo largo del año de algo más de una décima, después de que entre 2021 y 2023 la reducción fuera mucho más notoria como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés y,

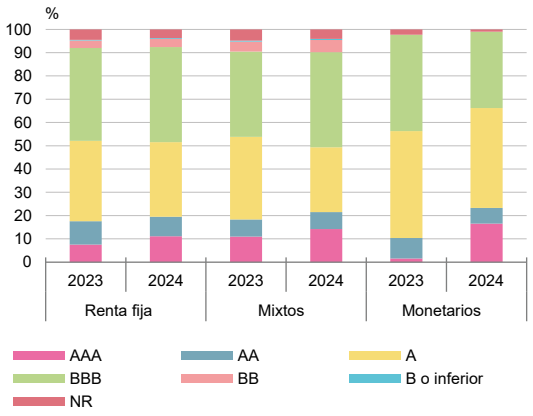
43 En el caso de los fondos monetarios, que no se incluyen en el gráfico 3.3.2, todos tenían un porcentaje de activos líquidos por encima del 60 %.

44 En el caso de los fondos mixtos, en más del 90 % de estos vehículos (en términos patrimoniales) el HQLA era cercano a cero debido a que invertían casi todo el patrimonio en una o dos IIC de cuya cartera no se tiene información. De esta forma, se considera que la liquidez de estos vehículos en los que invierten es nula.

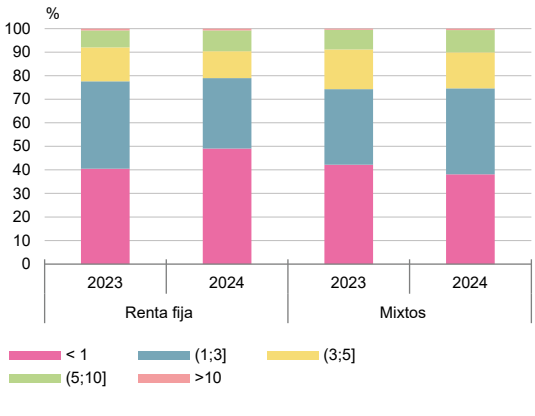
45 La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 pb de los tipos de interés.

Gráfico 3.3.3 Análisis de la cartera de renta fija de los fondos de inversión (2024)

1 Calificación crediticia



2 Duración modificada (a)



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a No se incluyen los fondos monetarios, ya que la totalidad de su cartera de renta fija tiene una duración inferior a un año.

especialmente, en los plazos más cortos[46]. En el caso de los fondos mixtos y de renta fija, alrededor del 75 % (en términos patrimoniales) tenían una duración modificada inferior a tres años, porcentajes muy similares a los de 2023 (véase gráfico 3.3.3, panel 2).

En el ámbito de la gestión del riesgo de liquidez, la CNMV realiza semestralmente pruebas de resistencia (test de estrés) a los fondos de inversión, una herramienta utilizada por los supervisores para comprobar la fortaleza de las entidades ante escenarios muy adversos. Estos ejercicios, que evalúan el riesgo conocido como *liquidity mismatch,* se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS y siguen una metodología propuesta por la ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI)[47], ampliada posteriormente por la CNMV[48]. Los últimos resultados, con datos de diciembre de 2024, continúan apuntando que el sector de fondos de inversión es, en general, resistente a los escenarios planteados, y tan solo en el escenario de perturbaciones *(shocks)* más extremo[49] se identifican algunos fondos que podrían experimentar problemas de liquidez. Así, se señalan un total de 18 fondos que tendrían problemas a la hora de atender los reembolsos estimados (2,1 % del patrimonio de la muestra total), la mayoría de los cuales (17) pertenecían a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento (45,6 % del patrimonio de esta categoría).

46 En 2021 la duración modificada fue de 2,7, mientras que en 2022 fue de 2,3.

47 Véase ESMA. (2019). "Stress simulation for investment funds", de 5 de septiembre.

48 Véase Javier Ojea Ferreiro. (2020). "Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión". *Boletín de la CNMV,* trimestre II.

49 Este escenario es, dependiendo de la vocación, hasta 16 veces más severo que el registrado en la peor semana de marzo de 2020.

En el ámbito internacional continuaron los trabajos para evaluar y reducir los riesgos que emanan de la actividad de los fondos de inversión. Por una parte, IOSCO siguió trabajando en iniciativas encaminadas a mitigar el riego de liquidez en los fondos de inversión abiertos (OEF, por sus siglas en inglés). En esta área, se llevó a cabo la revisión de las Recomendaciones de IOSCO de 2018 sobre gestión de la liquidez de IIC. La actualización de estas recomendaciones, cuyo documento de consulta se publicó[50] en noviembre de 2024, tiene como objetivo alinearlas con las modificaciones introducidas en la reciente revisión (diciembre de 2023) de las Recomendaciones del FSB sobre el riesgo de desajuste de liquidez, y concretar los siguientes aspectos: i) la categorización de los fondos de inversión en función de la liquidez de sus activos, y ii) el fomento del uso de herramientas de gestión de la liquidez, en especial de las antidilusivas.

Por otra parte, el FSB dio prioridad a la evaluación de la disponibilidad de datos para medir el posible desajuste de liquidez en los fondos de inversión. A estos efectos, la CNMV participó en un programa piloto *(Data Pilot Program)* en el seno del grupo de trabajo sobre fondos de inversión abiertos (OEFWG), con el objetivo de identificar los datos disponibles y aquellos otros no disponibles, pero necesarios, para medir el riesgo de este desajuste. El resultado de este trabajo fue un documento en el que se identifican un conjunto de métricas para cuantificar el riesgo de desajuste de liquidez, en función de la liquidez de sus activos en cartera y de las condiciones de los reembolsos. Estas métricas serán utilizadas como guía en el proceso de valoración de la efectividad de las Recomendaciones del FSB sobre desajustes de liquidez en OEF, emitidas en 2023. Esta evaluación se realizará en 2026.

Por último, en el ámbito internacional, destacan dos actuaciones extraordinarias relacionas con la IFNB: i) la consulta de la Comisión Europea en materia de política macroprudencial en el ámbito no bancario, y ii) la evaluación realizada por el FMI sobre el sistema financiero español, en el marco de su programa de evaluación periódico, o FSAP.

Respecto a la primera, la CNMV respondió a la consulta de la Comisión Europea de forma conjunta con otras autoridades supervisoras y también de forma individual. De forma conjunta, la CNMV, junto con las autoridades francesa (AMF), italiana (CONSOB) y austriaca (FMA), publicó, de forma previa al lanzamiento de la consulta europea, una posición común[51] identificando los cuatro elementos considerados prioritarios para reforzar el marco macroprudencial en el ámbito de la gestión de inversiones: i) disponibilidad amplia (y uso) de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los fondos de inversión abiertos; ii) prohibición del uso del coste amortizado en el ámbito de los fondos de inversión monetarios; iii) enfoque supervisor coordinado a nivel europeo sobre los

---

50 IOSCO. (2024). "IOSCO Publishes Consultation Report on Updated Liquidity Risk Management Recommendations for Collective Investment Schemes" [Media release], 11 de noviembre.

51 AMF, CNMV, CONSOB y FMA. (s. f.). "Un enfoque macroprudencial en la gestión de activos".

grandes grupos de gestoras transfronterizos, y iv) creación de un centro de datos común y compartido a nivel europeo entre supervisores del mercado de valores y los bancos centrales.

Con posterioridad, la respuesta individual de la CNMV a la Comisión Europea incidió en algunos aspectos mencionados en la posición común y también en otros considerados relevantes para diseñar una política macroprudencial efectiva en el ámbito de las IIC. Estos serían: i) disponer de información continua y completa sobre la actividad de los fondos de inversión; ii) trasladar a la normativa comunitaria los criterios recogidos en las Recomendaciones del FSB (recientemente revisadas) sobre el riesgo de desajuste de liquidez; iii) promover una normativa armonizada sobre la valoración de los activos de las IIC, y iv) impulsar el uso de métricas de apalancamiento estandarizadas en todas las IIC.

Respecto a la evaluación del FMI, este valoró de forma muy positiva las actuaciones de la CNMV sobre las entidades de la IFNB bajo su supervisión. En el ámbito de los fondos de inversión, destacó: la monitorización continua de los riesgos basada en la amplia información recibida, la amplia disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez, y el fomento de un uso activo de estas herramientas.

La valoración positiva fue acompañada de algunas recomendaciones sobre mejoras en la información de los fondos de inversión en dos aspectos concretos: los fondos domiciliados en otros Estados de la UE y comercializados en España con pasaporte comunitario, y la comunicación de la activación de las herramientas de gestión de la liquidez en los fondos españoles. Sobre el primer punto, la CNMV solamente puede disponer de información accesible a través de proveedores de información, puesto que no existe actualmente un sistema de reporte armonizado y compartido de información en la UE. Respecto al segundo punto, el FMI alaba el fomento del uso de herramientas de gestión de la liquidez por parte de la CNMV, pero sugiere que se refuerce la información sobre su activación en todos los casos. De esta forma, la CNMV podría tener una visión más completa del riesgo de liquidez de los fondos.

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

El crecimiento económico, los tipos de interés y la inflación, todos ellos vulnerables a las tensiones geopolíticas, se encuentran entre los principales factores macroeconómicos con influencia en el sector asegurador español. De las anteriores variables, ha sido destacable el buen comportamiento de la economía; la reducción de la curva de tipos *swap* al cierre del ejercicio 2024, con una pendiente aún invertida pero menor, y el equilibrio hacia un nuevo nivel de inflación moderada después de que las tensiones inflacionarias experimentaran un crecimiento sustancial en el ejercicio 2023. Respecto a los riesgos de mercado,

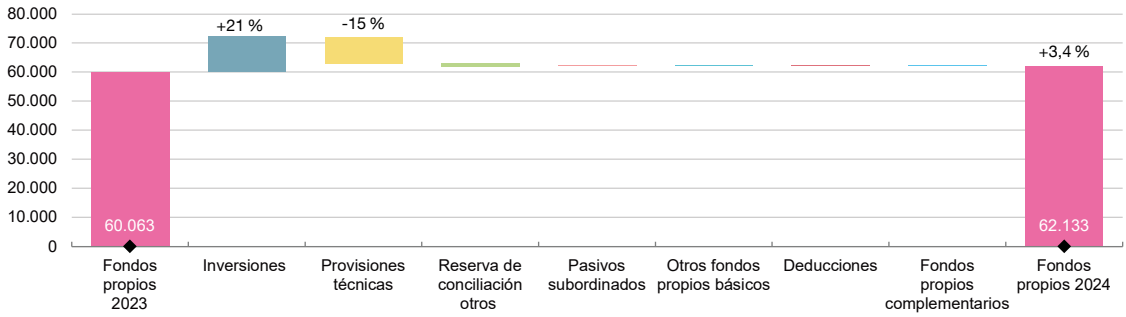
el riesgo principal es el de crédito (fundamentalmente *spread),* dada la exposición relevante del mercado asegurador español a la renta fija (71 % del total de inversiones en 2024). El diferencial o *spread* de la renta fija corporativa se ha comportado de forma positiva, con una reducción continuada, y en la actualidad muestra una tendencia a la estabilidad. Por su parte, el soberano español, con presencia relevante en la cartera aseguradora (36 % del total de inversiones en 2024) ha tenido una evolución positiva. Todas estas variables son las determinantes en la evolución del volumen de negocio, la rentabilidad y la solvencia del sector asegurador, tal y como se describe a continuación.

En lo que se refiere a la solvencia, el sector asegurador sigue mostrando su resiliencia con un muy ligero descenso de la ratio de solvencia al cierre de 2024 (238 %, frente al 239 % en 2023). Las principales variables que determinan su evolución son los fondos propios y el requerimiento de capital (en adelante, CSO), con variaciones del 3,8 % en lo que se refiere a este último y del 3,4 % en lo que respecta a los fondos propios. La evolución de los fondos propios viene marcada fundamentalmente por el comportamiento de las inversiones y las provisiones técnicas. Las inversiones han mostrado un crecimiento del 4,1 % como consecuencia de la evolución de los tipos de interés y de los *spreads* crediticios, y este crecimiento ha compensado la reducción de fondos propios debida a los incrementos de las provisiones técnicas en un 4,2 %, derivada de la caída de los tipos de interés. Adicionalmente, el crecimiento del negocio y su rentabilidad, unidos a un mayor retorno de las inversiones, han contribuido al crecimiento de los fondos propios.

Las principales magnitudes que definen la rentabilidad de las entidades aseguradoras muestran una evolución positiva. En el ejercicio 2024, el ROE *(return on equity)* se sitúa en un 13,9 % y el ROA en el 1,9 %. Ello supone un incremento respecto al ejercicio anterior, tanto de la rentabilidad sobre fondos propios (1 pp) como del rendimiento sobre los activos totales (0,2 pp). Se realizan a continuación menciones específicas a las rentabilidades por ramos de seguros de vida y de seguros generales debido al carácter tan diferencial de ambas actividades aseguradoras.

Respecto a los ramos de seguros generales, el buen comportamiento de la economía en un entorno de tipos de interés a la baja, apoyado en el consumo privado, en la fortaleza del mercado laboral y en la recuperación del crédito al sector privado, se ha trasladado al volumen de primas que ha tenido un gran desempeño en 2024, con crecimientos (del 6,8 % en el caso de las primas devengadas brutas) superiores a la inflación. Los resultados técnicos, después de una cierta reducción en el ejercicio anterior debida a las tensiones inflacionarias, han recuperado la senda de crecimiento. Así, la ratio combinada, indicativa de la capacidad de las primas para hacer frente a la siniestralidad y a los gastos derivados de la gestión, ha experimentado una evolución positiva (disminución de 1,3 pp), después de un marcado empeoramiento en 2023 (incremento de 1,7 pp), como consecuencia de la inflación elevada existente en el citado ejercicio. Por su parte, los

Gráfico 3.4.1 Fondos propios de las aseguradoras



FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

resultados financieros experimentan una evolución positiva (crecimiento de 0,6 pp), favorecida por el crecimiento del negocio y la situación actual de tipos de interés.

Respecto a los seguros de vida, el volumen de negocio ha experimentado una disminución (−13 % de crecimiento en primas devengadas brutas en 2024) tras el crecimiento espectacular experimentado en 2023 (36 % de crecimiento) originado principalmente por el crecimiento notable del tipo de interés que favoreció la contratación del ahorro y por las decisiones de algunos bancos de no remunerar los depósitos.

Sin embargo, el volumen de negocio continúa con la senda de crecimiento, experimentando un aumento relevante si lo comparamos con el ejercicio 2022 (18 % de crecimiento respecto a 2022). En términos de ahorro gestionado, las cifras de las provisiones al cierre de año muestran un ligero crecimiento para la actividad de los seguros de vida en España, del 3,1 %, hasta alcanzar los 213.738 millones de euros.

El resultado de la cuenta técnica medido sobre las provisiones técnicas muestra una evolución positiva (crecimiento de 0,1 pp), motivada por un incremento de la rentabilidad de las inversiones que compensa el crecimiento de las provisiones técnicas derivado de la disminución de tipos del ejercicio 2024.

La estructura de las inversiones de las entidades aseguradoras se mantiene estable. Las inversiones continúan concentradas en los bonos de gobierno (49,2 %) por su liquidez, seguridad y estructura de renta fija, que proporcionan unos flujos estables y predecibles para hacer frente a las necesidades de pago frente a los tomadores de seguros. La calidad crediticia de las inversiones se mantiene estable, con una cuota de inversiones por debajo del nivel de BBB prácticamente despreciable (1,1 %).

Por su parte, el patrimonio acumulado de los fondos de pensiones, uno de los instrumentos especialmente diseñados para la canalización de ahorro

para la jubilación, creció en 2024. Tras el descenso observado en 2022, el año 2024 ha continuado la tendencia positiva iniciada en 2023. El incremento es superior en los planes de pensiones individuales y asociados, que aumentan en un 8,4 %, mientras que en los planes de pensiones de empleo el crecimiento ha sido de un 5,2 %. Este crecimiento se debe a la rentabilidad positiva obtenida en las inversiones de los fondos de pensiones. Con respecto a los planes de pensiones de empleo, cabe destacar que, durante 2024, el número de cuentas de partícipes aumentó en 717.853, de las cuales 639.193 corresponden a los nuevos planes de pensiones de empleo simplificado.

La elevada presencia del modelo de negocio de «bancaseguros» y la importancia del riesgo de interconexión para la estabilidad financiera demandan una atención especial. El segmento de bancaseguros domina en el ramo de vida, situándose su contribución al negocio de este ramo en torno al 65 %. Es de destacar que, siendo su aportación al negocio total de seguros (vida y seguros generales) de alrededor del 38 %, contribuyen al 47 % del total de los resultados del sector. Si bien las inversiones en el sector bancario (que serán objeto de tratamiento más detallado en el epígrafe relativo a interconexiones) se mantienen estables, existen otras importantes fuentes de interconexión, siendo las más relevantes el modelo de negocio (por ejemplo, seguros vinculados a préstamos, decisiones de comercialización de las banco-aseguradoras) y la aportación a los resultados bancarios vía comisiones y dividendos. Si bien la elevada solvencia del sector bancaseguros no plantea cuestiones relevantes de carácter prudencial, la supervisión de las prácticas de mercado de estas entidades constituye una prioridad estratégica para la DGSFP.

El reaseguro, por otra parte, constituye una de las prioridades estratégicas de la DGSFP. El reaseguro es una herramienta importante para la gestión del capital y del riesgo, que se utiliza también para diversificar riesgos, incrementar la capacidad de suscripción y reducir las brechas de protección. Su papel relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera deriva de la mitigación de riesgos que proporciona. Un ejemplo claro es la cobertura proporcionada en relación con las catástrofes naturales, así como en el riesgo de longevidad, ejerciendo este riesgo una presión creciente sobre los Gobiernos, los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida. Sin perjuicio de lo anterior, la situación actual europea muestra una creciente prevalencia de estructuras de reaseguro complejas, que ha motivado actuaciones supervisoras en esta materia.

Los principales focos de atención respecto al reaseguro son los siguientes: la valoración adecuada de la mitigación real que proporcionan y los riesgos derivados de las actuaciones de entidades aseguradoras localizadas en terceros países bajo regímenes que no han sido considerados equivalentes por la Comisión Europea. Respecto al primero de ellos, las actuaciones de la DGSFP se centran tanto en la valoración de la consideración adecuada por parte de los aseguradores del equilibrio entre las primas de reaseguro y la cobertura proporcionada como en la valoración de los riesgos adicionales causados y

la consideración adecuada de la mitigación que proporcionan en los CSO. Adicionalmente, la existencia de estructuras complejas, si bien es cierto que son inmateriales en el sector asegurador español, requiere atención supervisora; asimismo, la innovación continua en este segmento de mercado requiere una atención permanente para garantizar que la resiliencia que ofrece al sector asegurador es real y efectiva y que la sostenibilidad del sistema no llegará a estar comprometida. Respecto a los terceros países, la cuota de reaseguro en mercados no equivalentes es del 15 %, correspondiendo el 12 % a Reino Unido y Estados Unidos, con lo que se considera que el riesgo derivado del régimen regulatorio de terceros países es «no significativo».

El cambio climático plantea riesgos físicos sistémicos y de transición, con implicaciones directas para el sector de los seguros. La protección y prevención de estos riesgos es esencial e implica una amplia gama de acciones por parte de las entidades aseguradoras. Estas acciones incluyen la adecuada comprensión de los riesgos, la disposición de bases de datos pertinentes, el diseño de herramientas y metodologías precisas para su medición, la creación de nuevos productos relacionados con el clima y la colaboración con otros actores sociales en su mitigación. El sector asegurador es consciente del rol fundamental que desempeña en este campo tanto por su carácter de inversor institucional a largo plazo como por su papel relevante en la gestión de los riesgos físicos.

La DGSFP está realizando una valoración de los principales riesgos físicos y de transición que afectan a la economía española y al sector asegurador de nuestro país, de manera individualizada por entidad y en conjunto para el sector. Para esta autoridad de supervisión resulta especialmente importante la reducción de la brecha de protección, dada la relevancia de los eventos climáticos extremos y la necesidad de lograr una mayor protección de la población ante eventos ordinarios y extraordinarios.

La DGSFP incluyó dentro de sus prioridades de supervisión para el período 2023-2025 el análisis de la inclusión de la sostenibilidad tanto ambiental como social y de gobierno en las entidades aseguradoras, examinando cómo estas fomentan e introducen principios, reglas y objetivos de sostenibilidad en sus políticas, en sus productos y en su identificación y gestión de riesgos, y cómo valoran su impacto y contribución en esta materia. Así, se ha llevado a cabo un análisis del grado de adaptación de las entidades aseguradoras a las modificaciones introducidas por el Reglamento Delegado (UE) 2021/1256, principalmente en lo referente a la gestión de riesgos, función actuarial y política de remuneración y sobre el alineamiento de las entidades con la opinión de la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) sobre la supervisión de la utilización de los escenarios de cambio climático en el ORSA y de las modificaciones que se introducirán como consecuencia de la revisión de Solvencia II. La DGSFP está analizando la Propuesta Ómnibus publicada por la Comisión Europea en materia de CSRD [Directiva (UE) 2022/2464 por lo que respecta a la presentación de información sobre sostenibilidad por parte de las empresas] como de taxonomía y

CSDDD [Directiva (UE) 2024/1760 sobre diligencia debida de las empresas], y está colaborando con la EIOPA en la elaboración de los RTS *(Regulatory Technical Standards)* de los planes de riesgo de sostenibilidad.

Los riesgos cibernéticos se consideran uno de los principales riesgos globales para el sector asegurador y de pensiones. La creciente sofisticación de los ciberataques y la continua transformación digital hacen que las aseguradoras sean cada vez más susceptibles a las ciberamenazas. En este sentido, el buen gobierno de los datos es crucial para asegurar la precisión, la disponibilidad y la seguridad de los datos en general, y especialmente en el empleo de la IA. Es importante destacar la gran dependencia del sector de los servicios proporcionados por los proveedores TIC, especialmente los que proporcionan servicios en la nube. Esto se une a la escasez de perfiles tecnológicos en el mercado con la capacidad necesaria para gestionar las nuevas tecnologías. En este marco resulta relevante asegurar la capacidad del sector para garantizar la continuidad de sus servicios, incluso en caso de perturbaciones, mediante la identificación, protección, detección, respuesta y recuperación ante estos riesgos. El refuerzo de esta capacidad ha dado lugar a importantes esfuerzos por parte del sector asegurador en el ejercicio 2024 para garantizar una correcta y temprana adaptación al Reglamento sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA), con entrada en vigor el 17 de enero de 2025.

La prueba de estrés de 2024 realizada por la EIOPA **evaluó la resiliencia de la industria de seguros europea en su posición de capital y liquidez frente a las consecuencias económicas de una intensificación o prolongación de las tensiones geopolíticas.** El escenario fue desarrollado en cooperación con la JERS y preveía un recrudecimiento generalizado de las perturbaciones en la cadena de suministro, lo que provocaría un menor crecimiento y una mayor inflación. Los efectos secundarios derivados de una espiral de precios y salarios exacerbarían aún más las presiones inflacionarias, llevando a una revaluación de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés en todos los plazos y divisas. A pesar de las expectativas de una disminución de las presiones inflacionarias a lo largo del tiempo, el crecimiento seguiría viéndose afectado negativamente. El consiguiente endurecimiento de las condiciones de financiación aumentaría heterogéneamente los tipos de interés de la deuda pública y pesaría sobre la rentabilidad de las empresas, ampliaría los diferenciales de crédito y tendría un impacto negativo en otras clases de activos.

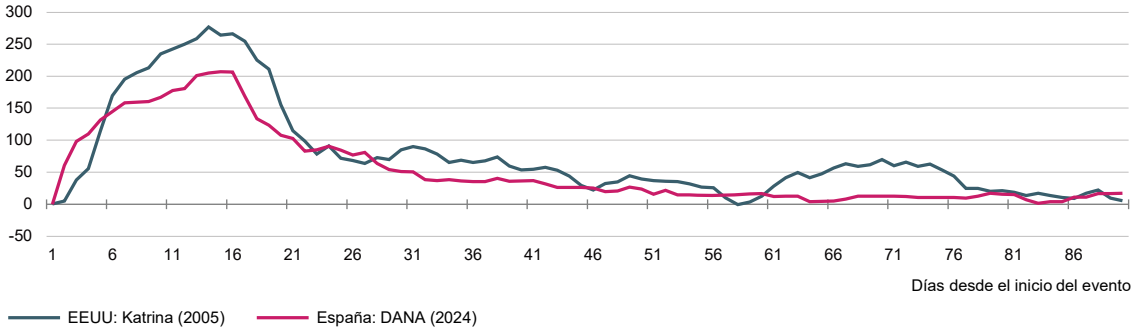
Los resultados muestran que la industria de seguros española sometida a su alcance (en concreto, dos grandes grupos aseguradores españoles) está bien capitalizada. Esta fuerte posición inicial proporciona suficiente resiliencia en términos de capital para soportar la materialización de los eventos del escenario de la prueba de estrés. Por otra parte, la comparación de las necesidades de liquidez con los activos líquidos mostró, para los participantes españoles, la adecuación de sus activos líquidos para afrontar de manera sostenida las necesidades de liquidez causadas por el escenario estresado.

Un hito relevante para el sector asegurador fue la modificación de la Directiva Solvencia II. Los principales objetivos han sido: mejorar la eficiencia del marco mediante la promoción de inversiones a largo plazo; mejorar la supervisión de los (re)aseguradores con actividades transfronterizas; integrar herramientas macroprudenciales para prevenir el riesgo sistémico; simplificar la regulación para los (re)aseguradores más pequeños a través de la proporcionalidad, y abordar los nuevos riesgos, como los riesgos financieros relacionados con el clima. La nueva directiva introduce una dimensión macroprudencial en Solvencia II, que busca dotar de herramientas a los supervisores para mantener la estabilidad financiera del mercado en su conjunto. Destacan, entre ellas, el requerimiento de planes de liquidez y la atribución de poderes en situaciones excepcionales, como la restricción o suspensión de la distribución de dividendos o de la remuneración variable y la suspensión temporal de los derechos de rescate de pólizas de seguro de vida, como medida de último recurso.

En el ámbito macroprudencial y de gestión de crisis, destaca la Directiva para la recuperación y resolución de las empresas de seguros y reaseguros (IRRD, por sus siglas en inglés). El objetivo de la IRRD es garantizar que las aseguradoras y las autoridades pertinentes de la UE estén mejor preparadas en casos de dificultades financieras significativas, de modo que puedan intervenir con suficiente antelación y rapidez en una situación de crisis. Esto protegerá a los asegurados, al tiempo que minimizará el impacto en la economía y el sistema financiero, y cualquier recurso al dinero de los contribuyentes. La IRRD establece, en esencia, dos bloques principales de medidas: por un lado, medidas de prevención de crisis, a saber, la planificación preventiva de la recuperación y la planificación de la resolución; por otro lado, un régimen de gestión de crisis (resolución), diferente y paralelo al nacional existente para el tratamiento de la quiebra de entidades (re)aseguradoras, que requiere designar a una autoridad de resolución nacional, a la que habrá que dotar de una serie de poderes e instrumentos de resolución. Detrás de los nuevos requisitos y procedimientos establecidos en la directiva hay dos razones fundamentales: 1) que los procedimientos de insolvencia ordinarios existentes hasta la fecha (y escasamente armonizados) para gestionar la salida del mercado de compañías fallidas se han mostrado insuficientes para enfrentar las crisis de grandes grupos (transfronterizos); 2) que es necesario un régimen que minimice el recurso a la financiación pública (que proteja a los contribuyentes) y que posibilite garantizar la transferencia del negocio asegurador de la entidad fallida a otras entidades para minimizar el impacto de la quiebra de aquella tanto en los asegurados como en la economía real y en la estabilidad financiera.

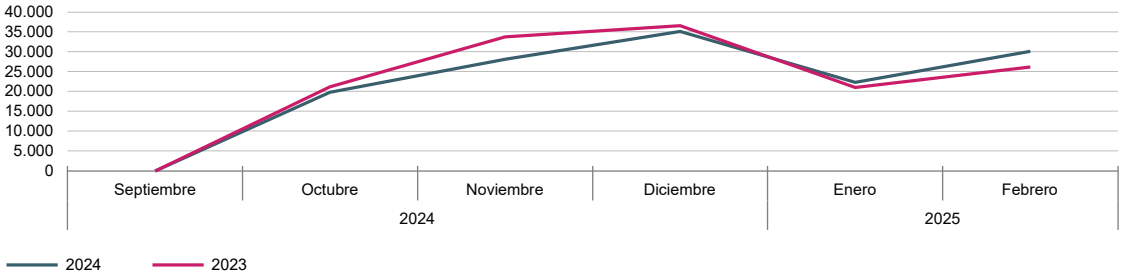
Recuadro 3.A Los efectos de la DANA desde el punto de vista de la estabilidad financiera

Gráfico 3.A.1 Variación del índice de cuellos de botella en Estados Unidos tras el huracán Katrina (2005) y en España tras la DANA (2024)



FUENTE: Banco de España.
NOTA: Adaptado de Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2024). "A New Supply Bottlenecks Index Based on Newspaper Data". *International Journal of Central Banking,* 20(2), pp 17-67. https://www.ijcb.org/journal/ijcb24q2a2.pdf

Gráfico 3.A.2 Variación de la afiliación media a la Seguridad Social en la provincia de Valencia, desde septiembre



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

El cambio climático está intensificando la frecuencia y severidad de los fenómenos meteorológicos extremos. En 2024, España fue testigo de una de las peores catástrofes naturales de las últimas décadas: la DANA que afectó a varias zonas del país el 29 de octubre de 2024, especialmente a la provincia de Valencia[1]. Se trata de un evento climatológico muy excepcional, con un período de retorno superior a 200 años, que supera con creces a las DANA registradas en los últimos años. Además de las trágicas consecuencias en términos de víctimas

1 Una primera delimitación de las zonas afectadas fue establecida por el Real Decreto-ley 6/2024, de 5 de noviembre, en cuyo anejo se incluyeron 78 municipios, pertenecientes en su mayoría a la provincia de Valencia.

Recuadro 3.A Los efectos de la DANA desde el punto de vista de la estabilidad financiera (cont.)

mortales (235), el evento también tuvo repercusiones significativas en la economía y el sector financiero[2].

La rapidez y eficacia en la respuesta del Gobierno y las instituciones financieras son cruciales para mitigar el impacto económico negativo y facilitar la recuperación. La evidencia histórica disponible sugiere que el impacto negativo de las inundaciones es eminentemente transitorio, ya que se compensa posteriormente por el impulso fiscal procedente de las diversas medidas de apoyo y el mayor gasto en reposición de capital y bienes duraderos de empresas y familias. Sin embargo, para que estos posibles efectos compensatorios se materialicen, es esencial que no haya fricciones financieras y que las ayudas a la reconstrucción sean efectivas.

La DANA ha tenido un impacto importante sobre la economía de los municipios afectados, cuyo peso[3] en el total nacional se sitúa en torno al 2 %. Dada la relativa amplitud del área afectada, el Banco de España ha venido realizando un seguimiento de indicadores de alta frecuencia para medir los efectos económicos de la DANA en tiempo real, como el índice de cuellos de botella en la oferta o la evolución del empleo. Por una parte, el índice de cuellos de botella en la oferta mostró un fuerte impacto negativo inicial de la DANA —similar al observado en Estados Unidos tras el huracán Katrina en agosto de 2005—, que, después de los primeros quince días, ha ido disminuyendo de manera considerable. Por otro lado, el impacto sobre el empleo ha sido limitado, ya que la evolución reciente de la afiliación a la Seguridad Social en Valencia muestra un patrón similar al observado hace doce meses, tras la pequeña brecha que se había abierto en noviembre de 2024 por la DANA. Las solicitudes de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) afectaban, a fecha de 11 de febrero de 2025, a unos 32.000 trabajadores, lo que representa aproximadamente el 1,5 % del empleo de la Comunitat Valenciana. Entre los sectores más afectados por los efectos de la DANA se encuentra el turismo, que se ha visto penalizado por las restricciones de movilidad en algunas zonas por daños en las infraestructuras.

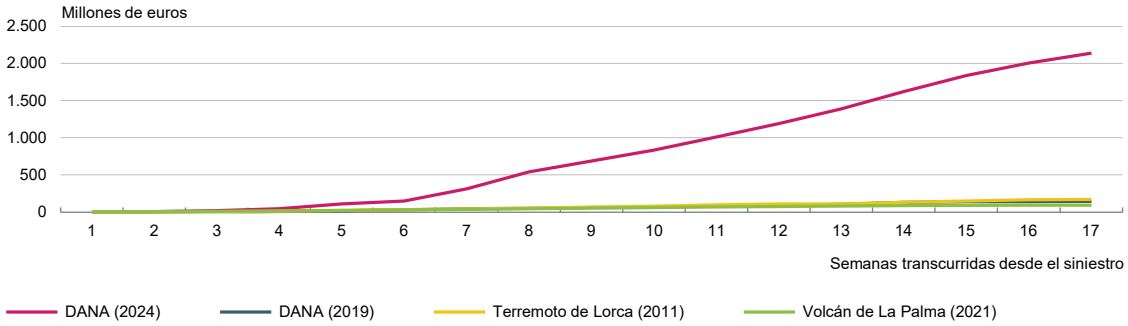
El Consorcio de Compensación de Seguros (CCS), como asegurador directo de los riesgos extraordinarios, ha tenido un papel fundamental en la gestión de las consecuencias de la DANA. La DANA ha causado el mayor número de reclamaciones de la historia del CCS, con más de 240.000 solicitudes de indemnización, por un importe que está previsto que supere los 4.800 millones de euros. Ante esta excepcionalidad, el CCS ha llevado a cabo diversas actuaciones con la finalidad última de abordar la gestión y peritación de los expedientes de siniestro con la mayor celeridad y con ello hacer llegar en el menor tiempo posible las indemnizaciones que les corresponden a los perjudicados con seguro en vigor.

Al comparar con otros siniestros extraordinarios gestionados por el CCS, se evidencia la excepcionalidad

2 Véase la sección dedicada a la DANA en el sitio web de La Moncloa.
3 De acuerdo con diversas métricas; por ejemplo, de población, empleo y actividad empresarial.

Recuadro 3.A Los efectos de la DANA desde el punto de vista de la estabilidad financiera (cont.)

Gráfico 3.A.3 Importe acumulado de pagos. Comparativa con otros eventos catastróficos



FUENTE: Consorcio de Compensación de Seguros.

y magnitud de esta catástrofe. Como se puede observar en el gráfico 3.A.3, el importe acumulado de los pagos hasta el 28 de febrero supera en ocho veces el total derivado de la erupción volcánica de la isla canaria de La Palma (2021). Por otra parte, el número de pagos acumulados multiplica por dos veces y media el total del terremoto de Lorca (2011) y del volcán de La Palma.

El CCS, junto con el Seguro Agrario Combinado[4], ayuda a mitigar el impacto del riesgo climático, contribuyendo a mantener, en particular, la estabilidad financiera del sector asegurador español y, en general, la del sector financiero. El CCS se financia con aportaciones privadas a través de los recargos que particulares y empresas pagan en sus pólizas[5]. A través de la mutualización del riesgo entre asegurados, eventos, regiones y a lo largo del tiempo, el CCS puede compensar estos riesgos, caracterizados por su extraordinaria volatilidad e irregularidad.

4 Según Agroseguro, la DANA provocó siniestros en más de 50.000 parcelas aseguradas, con un volumen de indemnizaciones que rondará los 60 millones de euros. Véase Agroseguro. (2025). "Agroseguro destaca la respuesta ofrecida por el seguro agrario en la gestión de los siniestros provocados por la DANA" [Nota de prensa], de 20 de febrero.

5 Principalmente de automóvil, hogar, multirriesgo y vida riesgo.

4 Interconexiones en el sistema financiero

Las interrelaciones que establecen entre sí las entidades financieras a través de interconexiones son indispensables para la gestión eficiente de sus recursos, pero también generan canales de transmisión de riesgos que resulta conveniente analizar. Las interconexiones constituyen un mecanismo por el que las entidades pueden ajustar su perfil de riesgo y diversificar sus exposiciones, así como canalizar su exceso de liquidez (o sus necesidades de financiación) invirtiendo en activos emitidos por otras entidades financieras (u obteniendo financiación de estas). Sin embargo, estas exposiciones entre entidades financieras también pueden facilitar la transmisión de perturbaciones sistémicas que se originen en una o varias entidades financieras. Por ello, resulta fundamental analizarlas desde una perspectiva de estabilidad financiera. En esta sección se analizan las interconexiones directas —fundamentalmente tenencias de activos financieros emitidos por otras entidades financieras— y las indirectas[52]. Este segundo tipo de interconexiones se debe tanto a las tenencias comunes de activos financieros emitidos por los mismos emisores como a exposiciones a activos distintos pero altamente correlacionados.

Las interconexiones directas entre varios sectores financieros aumentaron más que el activo total de estos sectores a lo largo de 2024. Al igual que en 2023, esta evolución está relacionada con la disminución del peso de la financiación por parte del BCE, derivada de su encarecimiento con respecto al período previo a mediados de 2022. Esta disminución estaría siendo compensada con un aumento de la financiación entre entidades financieras. En concreto, las interconexiones directas entre sectores financieros aumentaron casi un 15 % a lo largo de 2024, mientras que su activo total solo aumentó un 4,7 %.

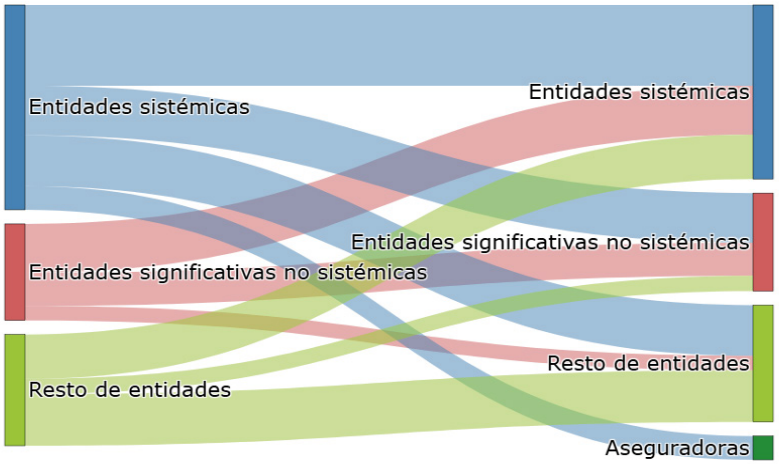
La estructura de interconexiones directas muestra que las exposiciones principales de los bancos son especialmente con otras entidades bancarias. Con respecto al análisis realizado en informes previos, en este Informe se utilizan por primera vez diagramas de Sankey para representar de forma visualmente más clara las exposiciones directas entre entidades financieras. Los resultados continúan mostrando que el sector bancario es el de mayor tamaño[53], así como uno de los sectores más interconectados (véase figura 4.1, panel 1). Destaca principalmente la financiación a través del mercado interbancario, y en mucha menor medida la financiación de aseguradoras por parte de las entidades bancarias identificadas como sistémicas por el Banco de España.

52 Las exposiciones directas incluyen distintos tipos de tenencias de activos de otras entidades financieras: préstamos, valores representativos de deuda, participaciones en el capital (acciones), participaciones en fondos de inversión, depósitos y tesorería.

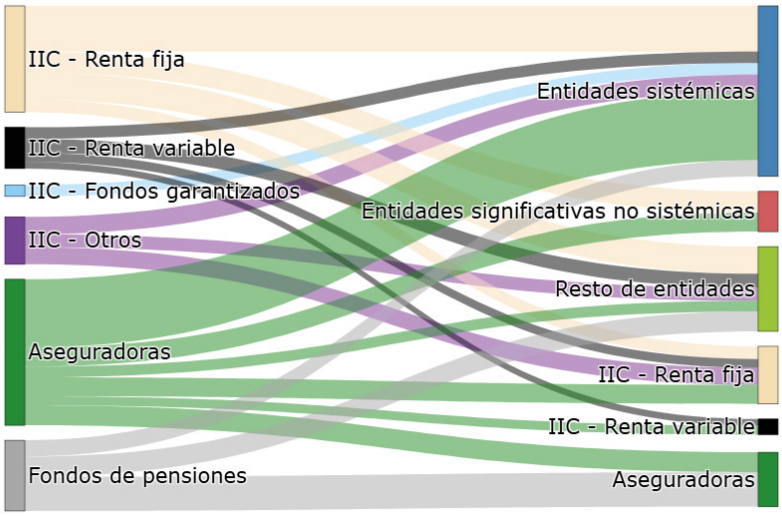
53 En España, el total de los activos financieros del sistema financiero privado residente superaba los 4 billones de euros en diciembre de 2023, de los cuales más del 65 % correspondía al sector bancario.

Figura 4.1 Interconexiones directas del sistema financiero español. Diciembre de 2024

1 Exposiciones del sector bancario (izquierda) a todos los sectores financieros (derecha)



2 Exposiciones del sector financiero no bancario (izquierda) a todos los sectores financieros (derecha)



FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Las exposiciones directas incluyen distintos tipos de tenencias de activos de otras entidades financieras: préstamos, valores representativos de deuda, participaciones en el capital (acciones), participaciones en fondos de inversión, depósitos y tesorería. IIC: instituciones de inversión colectiva. Las interconexiones directas se calculan sin considerar consolidaciones entre los distintos sectores financieros. La magnitud de los flujos se representa mediante la anchura de las líneas. Para mayor claridad, no se incluyen exposiciones inferiores al 1 % de la exposición total en el sistema financiero. Acumuladas, estas exposiciones representan un 8,5 % de la exposición total.

Las interconexiones principales de las IIC, aseguradoras y fondos de pensiones son igualmente exposiciones con entidades bancarias, pero también mantienen interconexiones no desdeñables con otras aseguradoras e IIC. Por orden decreciente, dentro de las entidades financieras no bancarias, las aseguradoras serían las que mantuvieron en 2024 exposiciones más elevadas con otras entidades financieras, seguidas por los fondos de renta fija y los fondos de pensiones (véase figura 4.1, panel 2). Nuevamente, la financiación recibida

por las entidades bancarias sistémicas fue la que tuvo un peso más destacado en estas interconexiones[54].

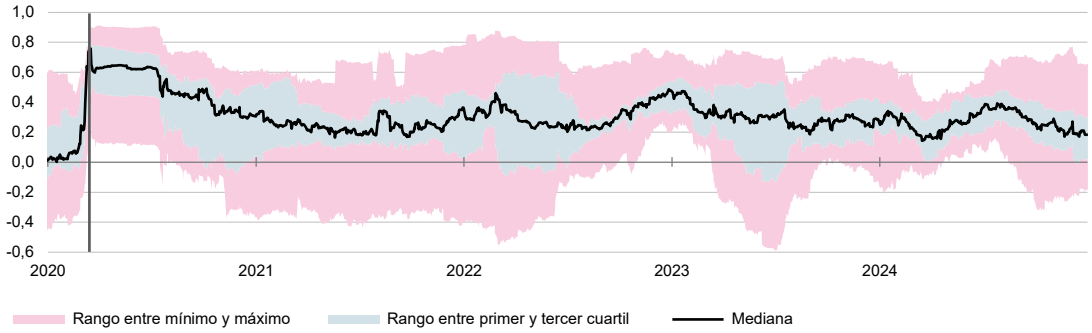
Durante 2024, las correlaciones entre los activos financieros se mantuvieron estables en media, si bien esta tendencia no fue homogénea a lo largo del ejercicio. Este análisis se realiza a través de las correlaciones entre los precios de los diferentes activos de renta fija y variable provenientes de emisores españoles, que proporcionan una estimación sobre la evolución de las interconexiones indirectas entre las entidades financieras. El comportamiento de este indicador experimentó tres tramos diferenciados a lo largo de 2024. Durante el primer trimestre disminuyó, para aumentar de forma significativa en el segundo. En la segunda mitad del año, la mediana volvió a disminuir de forma notable, si bien con una variabilidad creciente entre correlaciones mínimas y máximas. Las variaciones en las expectativas sobre la política monetaria y la presencia de varias incertidumbres de tipo geopolítico, como, por ejemplo, asociadas a las guerras de Rusia contra Ucrania y de Israel contra sus vecinos, además de las elecciones celebradas en Estados Unidos a finales de año, pudieron contribuir a explicar estas variaciones. De estos factores, el más dominante sobre la tendencia descendente en el tramo final de 2024 pudo ser la reducción de los tipos de interés como consecuencia de la moderación de la inflación y sus expectativas, en un contexto de revalorización de las acciones (véase gráfico 4.1, panel 1). Cuando se analizan las correlaciones entre los activos del sector financiero y del no financiero, calculadas únicamente a partir de activos de renta variable, se observa un aumento de su promedio desde comienzos de año hasta el tercer trimestre (véase gráfico 4.1 panel 2). La situación se revirtió de forma notable a partir del tercer trimestre de 2024, cuando las correlaciones tendieron a reducirse y alcanzaron cotas en torno al mínimo de los últimos años. La bajada de correlaciones se debió al aumento de las rentabilidades en el sector financiero y a su descenso en el sector no financiero.

Las tenencias comunes de deuda pública representan un elemento común de interconexiones indirectas entre entidades financieras, pero con actividad reducida en 2024. Respecto a la deuda pública, en 2024 se observó una reducción pronunciada en el ritmo de adquisiciones por parte de las IIC, siendo también más reducida esta actividad en aseguradoras y fondos de pensiones (véase gráfico 4.2). En el caso de las entidades bancarias, se ha mantenido un nivel positivo, aunque moderado, de adquisiciones de deuda pública. La reducción de adquisiciones de deuda pública por parte de aseguradoras e IIC en 2024 ha venido acompañada por compras de deuda de entidades financieras, especialmente en el caso de las IIC. Adicionalmente, las IIC pausaron en 2024 el ritmo previo de ventas de participaciones en fondos de inversión. Todo esto parece indicar un desplazamiento de las inversiones de los sectores financieros no bancarios de la deuda pública

54 El desglose para el sector bancario consta de tres categorías: i) entidades sistémicas, que son aquellas identificadas por el Banco de España como entidades de importancia sistémica mundial (EISM) o como otras entidades de importancia sistémica (OEIS); ii) entidades no sistémicas pero significativas desde el punto de vista del MUS, y iii) entidades menos significativas. Para más detalles, véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2020* de la AMCESFI.

Gráfico 4.1 Análisis de interconexiones indirectas a través de correlaciones entre los precios de los activos financieros cotizados

1 Indicador de correlación entre clases de activos (a)



2 Indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero (b)

FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

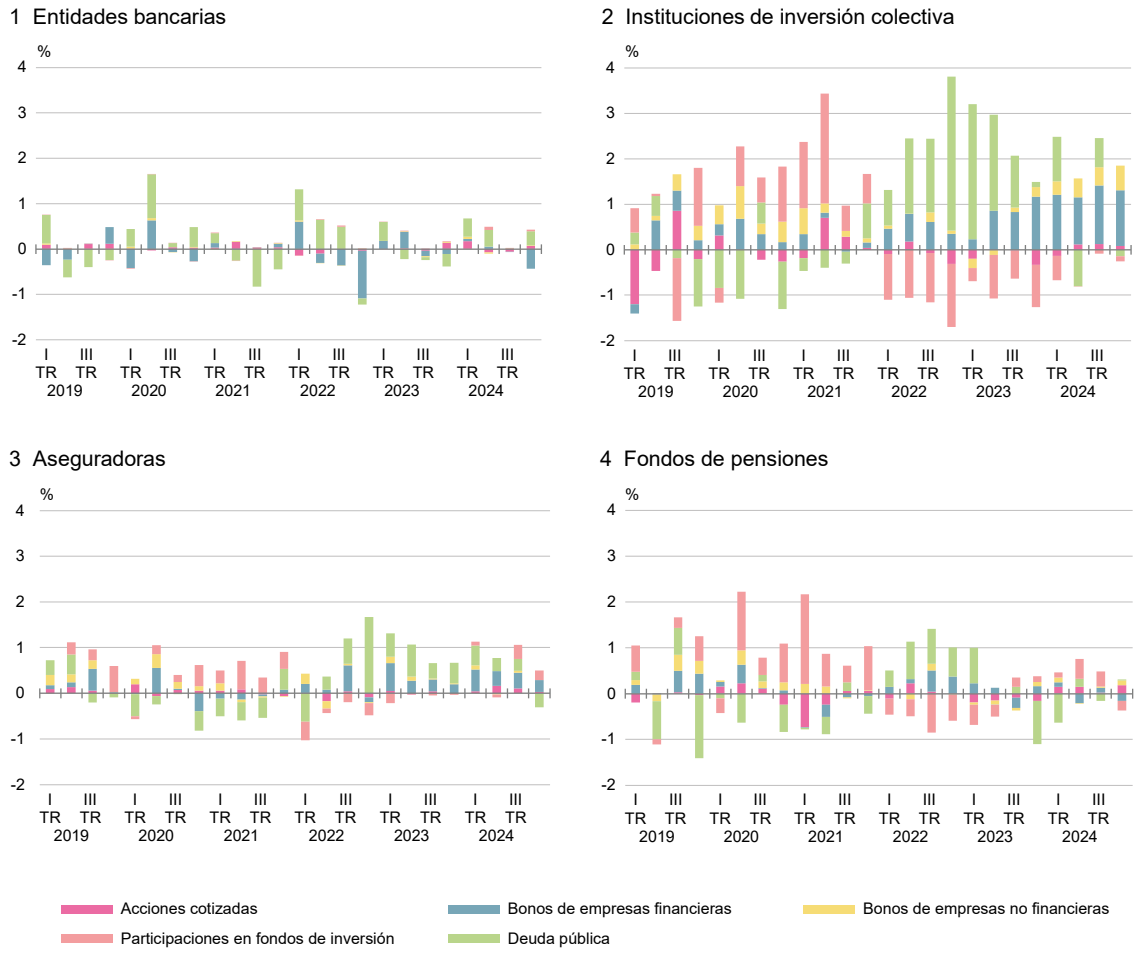
a El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores de renta variable de entidades financieras, de *utilities* y del resto de los sectores. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debidas a la crisis sanitaria.

b Los indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero recogen pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Los activos considerados para el cálculo son valores de renta variable cotizados de los sectores financiero y no financieros. Dentro de los valores de los sectores no financieros se han considerado a su vez dos grupos: los sectores más vulnerables a la pandemia de COVID-19 y el resto de los sectores no financieros no incluidos en el grupo de más vulnerables. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debidas a la crisis sanitaria.

hacia inversiones en deuda privada, posiblemente relacionado con el contexto de moderación de los tipos de interés. Este tipo de actividad vendría a incrementar las interconexiones directas entre entidades financieras, pues en parte se trataría de exposiciones con entidades financieras españolas, así como las indirectas, por la parte que se refiere a exposiciones con entidades financieras extranjeras.

El modelo de negocio de algunas entidades financieras también representa otro canal de interconexión relevante. Adicionalmente a las interconexiones por el lado del activo expuestas anteriormente, existen interconexiones entre el sector bancario y el resto de los sectores financieros, generadas por la comercialización de productos de estos sectores. Por ejemplo, cabe destacar la relevancia de las entidades aseguradoras vinculadas a los grupos bancarios (negocio banco-asegurador) dentro del sector asegurador español y la contribución de estas

Gráfico 4.2 Transacciones netas por tipo de instrumento sobre total activo del sector

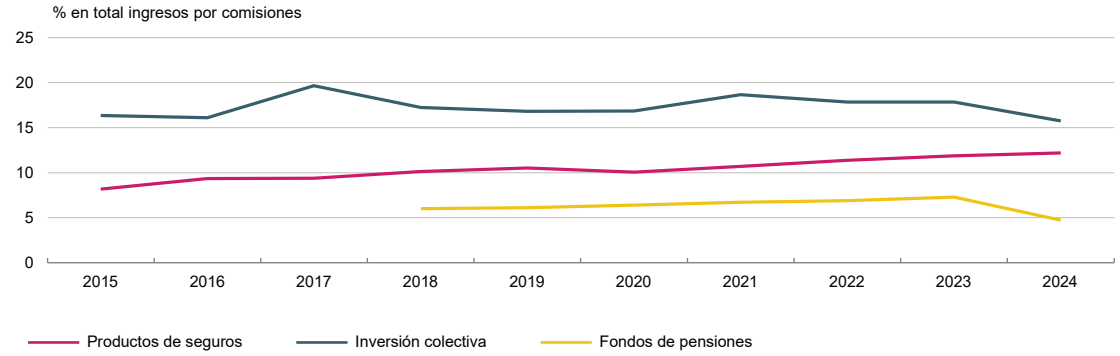


FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras) y Banco Central Europeo *(Securities Holdings Statistics by Sector)*.

entidades a los resultados del sector bancario a través del pago de comisiones y dividendos. La distribución de seguros a través de la red bancaria es particularmente importante en el ámbito de los seguros de vida. Los determinantes del desarrollo del negocio de banca-seguros característicos son los siguientes: i) la importancia de la red física bancaria española; ii) la similitud entre los productos de ahorro con vistas a la jubilación y los productos financieros, y iii) la relevancia de los seguros vinculados a préstamos (tanto los vinculados a créditos al consumo como los hipotecarios) dentro del mercado total de los seguros de vida-riesgo (seguros de protección frente al fallecimiento del tomador).

En la evolución actual de la actividad de banca-seguros, se ha producido una reducción del volumen de negocio después del extraordinario crecimiento experimentado por los seguros de vida-ahorro en 2023. No obstante, las

Gráfico 4.3 Evolución de los ingresos por comisiones vinculadas a productos de seguros e inversión colectiva comercializados por el sector bancario



FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.
NOTA: Para las comisiones relativas a la comercialización de fondos de pensiones no se dispone de datos anteriores a 2018.

contribuciones de los productos de seguros y fondos de pensiones a los ingresos bancarios por comisiones han vuelto a aumentar moderadamente en 2024, en términos relativos sobre el total de ingresos por comisiones, mientras que la contribución de los productos de inversión colectiva se ha reducido (véase gráfico 4.3). La elevada rentabilidad de los seguros de protección de créditos genera, desde un punto de vista conductual, riesgos derivados de potenciales prácticas inadecuadas de suscripción y venta.

Existen otros canales de interconexiones de diversa tipología. Cabe destacar la actividad en los mercados de derivados y sus cámaras de contrapartida central, los ciberriesgos y aquellos derivados de la IA.

Recuadro 4.A Un primer estudio sobre las exposiciones bilaterales entre las entidades financieras españolas

Durante 2024, el subcomité de interconexiones de la AMCESFI ha trabajado en desarrollar una base de datos de exposiciones bilaterales. Hasta ahora, el análisis de interconexiones que se realiza en el capítulo 4 del *Informe Anual* se limita a analizar las exposiciones entre segmentos del sistema financiero. Para profundizar en el conocimiento de estas exposiciones, desde 2024 el subcomité de interconexiones ha comenzado a desarrollar una base de datos con exposiciones bilaterales entre todas las entidades que componen el sistema financiero en España[1]. El análisis que se muestra en este recuadro se basa en las exposiciones al cierre de 2023 reportadas a los supervisores sectoriales españoles. Es importante destacar que este análisis presenta algunas limitaciones. Así, algunas entidades presentes en el mercado español no están obligadas a reportar datos de cierre del año. También existen otras entidades cuyas obligaciones se posponen en el tiempo y que no están obligadas a enviar información hasta que hayan transcurrido cinco meses del año siguiente, como los fondos y sociedades de capital riesgo de diferente tipología registrados en la CNMV.

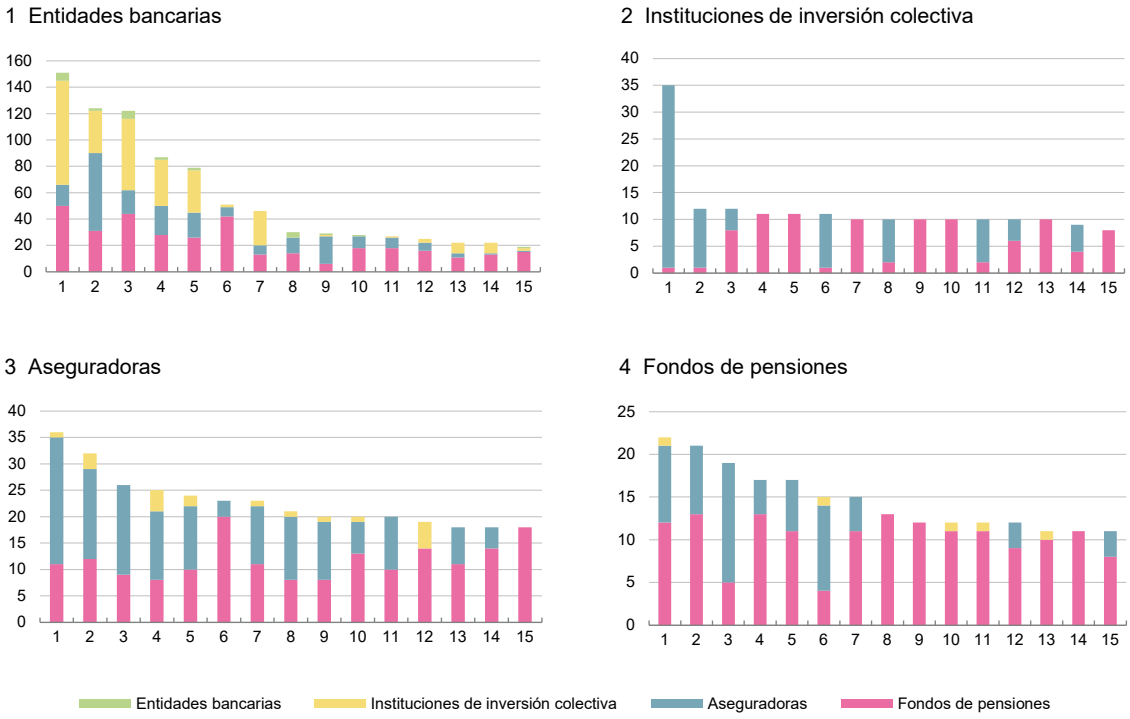
La construcción de la base de datos de exposiciones bilaterales ha requerido integrar de forma consistente información heterogénea proveniente de cada supervisor sectorial. En un primer paso, cada supervisor proporciona al resto una lista con los códigos NIF y LEI de las entidades de su sector. A continuación, esta lista es utilizada para que cada supervisor seleccione en sus bases de datos internas todas las exposiciones de las entidades de su sector a entidades de la lista. Por ejemplo, en el caso del Banco de España, la base de datos utilizada para obtener esta información granular es la Central de Información de Riesgos. Por último, se procede a la consolidación de entidades pertenecientes a un mismo grupo dentro de cada sector. Tanto en el caso de las IIC como en el de los fondos de pensiones, este proceso implica consolidar todos los fondos gestionados por una misma entidad gestora.

El análisis de la red de exposiciones bilaterales muestra una mayor concentración de la actividad en pocos bancos, mientras que la dispersión es más elevada entre fondos de inversión, aseguradoras y fondos de pensiones. En particular, al analizar el número de contrapartes de cada entidad financiera, se observa una mayor actividad entre las entidades bancarias, en línea con el mayor peso de estas entidades en el sistema financiero español. Adicionalmente, la mayor parte de las contrapartes las concentran las cinco primeras entidades, con exposiciones a otros bancos, fondos de inversión, aseguradoras y, en menor medida, fondos de pensiones (véase

1 En concreto, esta base de datos incluye bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, sucursales de entidades de crédito extranjeras tanto comunitarias como extracomunitarias, fondos de inversión mobiliaria, sociedades de inversión de capital variable, fondos de capital riesgo, fondos de capital riesgo europeos, fondos de capital riesgo pyme, fondos de emprendimiento social europeo, fondos de inversión colectiva cerrados, sociedades de capital riesgo, sociedades de capital riesgo pyme, sociedades de inversión colectiva cerradas, fondos de inversión libre, fondos de inversión inmobiliarios, sociedades de inversión libre, sociedades de inversión inmobiliaria, entidades gestoras de fondos de inversión, sociedades anónimas de seguros, mutuas de seguros, mutualidades de previsión social, entidades reaseguradoras, fondos de pensiones y entidades gestoras de fondos de pensiones.

Recuadro 4.A Un primer estudio sobre las exposiciones bilaterales entre las entidades financieras españolas (cont.)

Gráfico 4.A.1 Distribución del número de exposiciones entre las 15 entidades con mayor actividad en cada sector



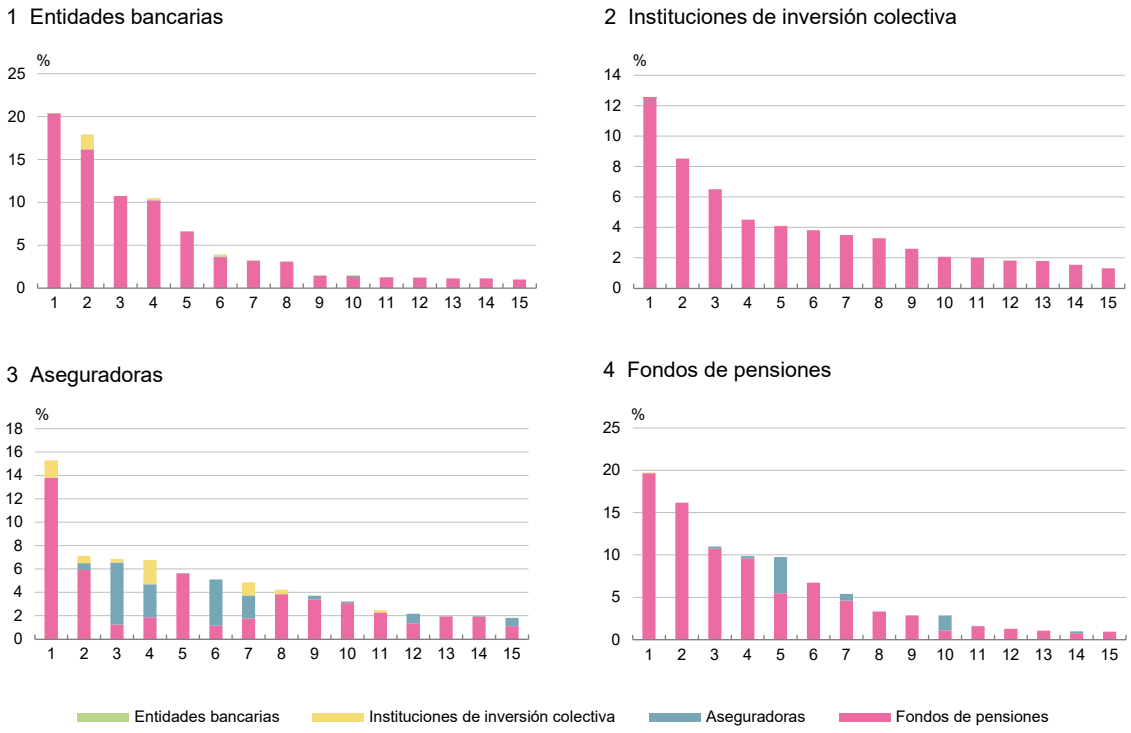
FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Cada panel muestra el total de exposiciones de las 15 entidades con mayor número de exposiciones de cada sector. Cada color representa el número total de exposiciones a cada uno de los diferentes sectores.

gráfico 4.A.1). Por ejemplo, la primera entidad bancaria mantiene exposiciones con alrededor de 150 contrapartes. Sin embargo, se observa una menor concentración de las contrapartes entre el resto de los sectores financieros, probablemente fruto de su menor tamaño. Por último, también cabe destacar cómo los bancos y los fondos de inversión concentran la mayor parte de contrapartes para todos los segmentos, mientras que las aseguradoras y los fondos de pensiones tienden a ser principalmente contrapartes del sector bancario.

En términos de exposiciones, las exposiciones con entidades bancarias dominan en magnitud a otro tipo de operaciones. La entidad bancaria con mayor exposición acumula más del 20 % de la operativa bancaria (véase gráfico 4.A.2). El grado de concentración es similar para fondos de pensiones (20 % para la entidad con mayor actividad), mientras que la concentración es algo menor para las IIC y aseguradoras (13 %, y el 15 % para las entidades con mayor actividad). Adicionalmente, el peso de las operaciones con contrapartes no

Recuadro 4.A Un primer estudio sobre las exposiciones bilaterales entre las entidades financieras españolas (cont.)

Gráfico 4.A.2 Distribución del valor de las exposiciones entre las 15 entidades con mayor actividad en cada sector



FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Cada panel muestra el total de exposiciones de las 15 entidades con mayor volumen de exposiciones de cada sector, como porcentaje del total de las exposiciones de todas las entidades del sector correspondiente. Cada color representa el volumen total de exposiciones a cada uno de los diferentes sectores.

bancarias es muy reducido en general, salvo para algunas aseguradoras y fondos de pensiones, que mantienen exposiciones no desdeñables con IIC y otras aseguradoras.

De cara a siguientes informes, se pretende continuar analizando esta información granular para evaluar sus implicaciones sobre la estabilidad financiera. En particular, será interesante añadir información granular en los años sucesivos para poder evaluar los cambios de las interconexiones directas entre entidades financieras. Asimismo, se estudiarán posibles modelos de redes que permitan analizar la transmisión de perturbaciones en alguna entidad sobre el resto del sistema financiero a través de estas exposiciones.

5 Recomendaciones y avisos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI

La AMCESFI, como autoridad macroprudencial nacional, es susceptible de recibir recomendaciones formuladas por la autoridad macroprudencial europea (la JERS). Las recomendaciones emitidas por este organismo europeo están orientadas tanto a prevenir o mitigar riesgos y vulnerabilidades sistémicas como a promover actuaciones de *policy* por parte de las autoridades relevantes de la UE, entre las que se incluyen las autoridades nacionales con cometidos macroprudenciales, de supervisión y de resolución e incluso los propios Estados miembros, así como la Comisión Europea, la Supervisión Bancaria del BCE, las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) y la Junta Única de Resolución (JUR).

En 2024, la JERS emitió cuatro recomendaciones relevantes para el Banco de España sobre la reciprocidad voluntaria de ciertas medidas de política macroprudencial, previamente introducidas en Bélgica, Dinamarca, Italia y Noruega. Este tipo de recomendaciones tienen por objeto promover la aplicación de las medidas activadas en un Estado miembro en los demás, garantizando así la eficacia y coherencia de las medidas nacionales de política macroprudencial[55]. Las autoridades belga (JERS/2024/5) y danesa (JERS/2024/3) ajustaron el diseño de sus medidas de CRS sectorial para proteger a sus entidades bancarias de la eventual evolución adversa del mercado residencial en Bélgica y de la actividad constructora y de promoción inmobiliaria en Dinamarca, respectivamente. En ambos casos, el Banco de España no adoptó medidas recíprocas, tras constatar la ausencia de materialidad de las exposiciones de las entidades españolas a los mercados inmobiliarios de estos dos países.

De igual modo, en 2024, y por primera vez, el Banco de España adoptó medidas macroprudenciales en cumplimiento de dos recomendaciones sobre reciprocidad de la JERS[56]. Tal fue el caso de las medidas de Portugal (JERS/2023/13) y de Italia (JERS/2024/2), para las que el Banco de España, tras el correspondiente dictamen favorable de la AMCESFI (véase epígrafe 3.1), acordó introducir un CRS sobre las exposiciones minoristas frente a personas físicas sujetas al enfoque basado en calificaciones internas y garantizadas por bienes inmuebles residenciales situados en Portugal, a partir de octubre de 2024, y un CRS (análogo en su diseño a un CCA) sobre todas las exposiciones de riesgo de crédito y de contraparte en Italia, desde el 31 de diciembre de 2024.

55 Para ello, caso a caso, se enmienda la Recomendación JERS/2015/2, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial.

56 Una tercera (la Recomendación JERS/2024/7, de Noruega) sería asimismo adoptada por el Banco de España, ya en el ejercicio 2025, también con una medida recíproca.

La experiencia adquirida durante la última década con la aplicación del régimen de reciprocidad macroprudencial en la UE ha llevado a la JERS a introducir cambios que fomentan la adopción de medidas nacionales recíprocas en los Estados miembros. En concreto, para facilitar y uniformizar, en la medida de lo posible, el alcance intracomunitario de una medida macroprudencial nacional, la JERS anima a las autoridades relevantes nacionales a evaluar su materialidad en función de criterios cada vez más detallados. Actualmente, estos se articulan a través de umbrales orientativos de materialidad a nivel consolidado, que, en caso de superarse, conllevan la expectativa de aplicación de medidas recíprocas a distintos niveles de consolidación (individual, subconsolidado y consolidado).

Es importante subrayar que las recomendaciones de la JERS no son vinculantes, si bien su cumplimiento está sujeto al principio general de «cumplir o explicar». Por ello, la JERS realiza ejercicios periódicos de evaluación y seguimiento para determinar el grado de adhesión de las autoridades destinatarias a cada una de sus recomendaciones. En 2024, la JERS publicó los resultados de la evaluación del cumplimento con la Recomendación JERS/2022/9, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo. El progreso de los trabajos llevados a cabo por el Banco de España —y las otras autoridades españolas destinatarias (AMCESFI, CNMV y DGSFP)— para implementar la subrecomendación A (relativa a la mejora de la vigilancia de los riesgos sistémicos derivados del mercado inmobiliario comercial) fue merecedor de la máxima calificación —cumplimiento pleno— (véase cuadro 5.1). En paralelo, otro equipo de evaluadores independientes de la JERS analizó el grado de cumplimiento con parte de la Recomendación JERS/2021/17 (sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos, denominado EU-SCICF[57]) y valoró igualmente de manera muy positiva que en el caso español se hubiese notificado en tiempo y forma la designación de un punto de contacto principal institucional para el establecimiento del EU-SCICF (véase anejo 2).

Las recomendaciones vigentes de la JERS dirigidas a la AMCESFI se recogen en el cuadro 5.1, con indicación de su grado de cumplimiento, según la evaluación de la JERS —en caso de estar disponible—, mientras que el anejo 2 ofrece la relación de otras recomendaciones de la JERS dirigidas a —al menos— una autoridad nacional de nuestro país (pero no a la AMCESFI específicamente).

Por último, cabe destacar que la JERS está facultada para emitir avisos sobre vulnerabilidades en la UE ante la identificación de riesgos sistémicos para la estabilidad financiera. Los avisos o *warnings* (en inglés) pueden dirigirse a la UE en su conjunto o a Estados miembros individuales, a las autoridades

57 *Systemic Cyber Incident Coordination Framework.*

Cuadro 5.1 Recomendaciones vigentes de la JERS dirigidas a la AMCESFI

Recomendación de la JERS	AMCESFI	Banco de España	CNMV	DGSFP	FROB	Gobierno
Recomendación JERS/2022/9, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo	FC (b)					
Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas	FC	FC	LC	LC	FC	
Recomendación JERS/2019/18, de 26 de septiembre de 2019, relativa al intercambio y la recopilación de información a efectos macroprudenciales sobre las sucursales de entidades de crédito que tienen su administración central en otro Estado miembro o en un tercer país	FC	FC				
Recomendación JERS/2016/14, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles	FC (a)					
Recomendación JERS/2015/2, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial	FC (b)					
Recomendación JERS/2013/1, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial	LC (a)					LC

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y elaboración propia.
NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. Se especifica el grado de cumplimiento en los casos en los que existe informe de evaluación de la JERS, de acuerdo con la siguiente terminología: *fully compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *largely compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *partially compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *materially non-compliant* –MN– (incumplimiento material); *sufficiently explained* –SE– (inacción justificada), e *insufficiently explained* –IE– (inacción injustificada).

a Hasta la creación de la AMCESFI en 2019, el Banco de España, como autoridad designada para el sector bancario, asumía la responsabilidad del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS dirigidas a la autoridad macroprudencial.
b Las recomendaciones JERS/2015/2 y JERS/2022/9 fueron evaluadas de manera conjunta para el colectivo de autoridades destinatarias.

europeas de supervisión o a las autoridades nacionales. La JERS y el Consejo de la Unión Europea deciden, caso por caso, si se debe hacer público un aviso, teniendo en cuenta que la divulgación puede ser clave para su efectividad y el fomento de su cumplimiento. Con posterioridad, la JERS valora si el riesgo sistémico ha sido adecuadamente abordado y, en su caso, puede volver sobre la cuestión con la emisión, esta vez, de una recomendación. El último aviso de la JERS, sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE (Aviso JERS/2022/7), fue emitido en 2022 y en él se ponía de relieve la necesidad de preservar y reforzar la capacidad de resistencia del sector financiero de forma que este pudiera continuar respaldando la economía real incluso si los riesgos para la estabilidad financiera eventualmente se materializaran. La relativa excepcionalidad de este mecanismo a disposición de la JERS explica que no se haya emitido otro aviso desde entonces.

Recuadro 5.A Recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a la AMCESFI

En junio de 2024, el FMI concluyó una evaluación del sistema financiero español encuadrada en su Programa de Evaluación del Sistema Financiero. Este programa, conocido como FSAP[1], es un ejercicio de vigilancia macrofinanciera que el FMI realiza de manera periódica a sus países miembros con un doble fin: i) mejorar el conocimiento que posee del entramado regulatorio y supervisor de cada jurisdicción y, al mismo tiempo, ii) ofrecer asesoramiento a las autoridades nacionales sobre posibles reformas (de tipo legislativo u organizativo) y acciones (medidas concretas) para fortalecer la resiliencia del sistema financiero y la adecuación de su marco institucional y cultura de análisis de riesgos y de control de las entidades e infraestructuras financieras. El FMI publica abundante documentación con las conclusiones de cada FSAP. En el caso de España —que, a juicio del FMI, alberga un «sistema financiero sistémico»—, la frecuencia de realización de los FSAP es aproximadamente quinquenal. Desde la instauración de este programa, ha habido cuatro ejercicios para España (en 2006, 2012, 2017 y 2024)[2].

La AMCESFI fue una de las autoridades participantes en este último FSAP de España. El desarrollo del FSAP abarcó —de manera intermitente— un período de dos años —entre 2023 y 2024— de intensos trabajos y se articuló, como es la práctica habitual del FMI, a través de varias misiones (visitas) de expertos, que, tanto de manera presencial en Madrid como en formato telemático, mantuvieron un elevado número de reuniones con personal y altos cargos de las autoridades españolas (y europeas)[3] con responsabilidades en materia de regulación y supervisión de entidades financieras, así como con diversos representantes del sector privado de nuestro país. Bajo la coordinación de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional —SGTFI— (MINECO), y con el apoyo logístico del Banco de España, se gestionaron numerosas peticiones de información por parte del FMI acerca de la situación del sistema financiero español y se facilitó la interlocución con otras autoridades relevantes —la CNMV y la DGSFP, la Autoridad Ejecutiva de Resolución (FROB), el CCS, el Fondo de Garantía de Depósitos y el Sepblac, por listar las más destacadas—. La AMCESFI, como órgano colegiado dependiente de MINECO, con un mandato de vigilancia del sistema financiero y de coordinación de políticas macroprudenciales, fue también, naturalmente, objeto de atención por parte del FMI[4].

La delegación del FMI encargada del FSAP estuvo muy interesada en conocer la experiencia de los primeros 4-5 años de funcionamiento de la AMCESFI.

1 *Financial Sector Assessment Program*.

2 Para un resumen complementario del FSAP, véase el recuadro 3.2 del *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024* del Banco de España. Un comentario más extenso del propósito, desarrollo y ejecución de los FSAP de España por el FMI, y su comparativa con los de otros países del entorno europeo, puede verse en María Díez Alcoba, Fátima Estacio y Luis Gutiérrez de Rozas. (2024). "El Programa de Evaluación del FMI para el sistema financiero español: una visión general desde una perspectiva de estabilidad financiera". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España,* 47, otoño, pp. 50-75.

3 El BCE y la JERS.

4 Cabe destacar que la AMCESFI fue creada en marzo de 2019 en parte para dar cumplimiento a una recomendación formulada por el propio FMI durante su anterior FSAP (de 2017), como se reconoce en su texto legal fundacional (el Real Decreto 102/2019).

Recuadro 5.A Recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a la AMCESFI (cont.)

Como resultado de los intercambios mantenidos con representantes de la SGTFI, el Banco de España, la CNMV y la DGSFP involucrados en la actividad regular de la AMCESFI, el FMI concluyó que el marco de la política macroprudencial se ha reforzado significativamente en los últimos años con la creación de la AMCESFI, aunque formuló 11 recomendaciones, algunas de ellas en conjunción con otras autoridades destinatarias (véase el cuadro 5.A.1, elaborado a partir del documento del FMI "Spain: Financial Sector Assessment Program-Technical Note on Macroprudential Policy Framework and Tools", de 1 de agosto de 2024). Estas 11 recomendaciones —todas ellas englobadas en el área de «marco e instrumentos macroprudenciales» (uno de los siete bloques temáticos en los que se estructuró el FSAP)— suponen un subconjunto apreciable del total de 78 recomendaciones formuladas por el FMI.

El nexo común de las recomendaciones dirigidas a la AMCESFI es su finalidad de reforzarla y consolidarla. El FMI busca fortalecer la AMCESFI potenciando, por un lado, su actividad y, por otro, su transparencia y su perfil de comunicación de cara al público —en función de la experiencia acumulada con otros organismos europeos de (relativamente) reciente creación y comparables a la AMCESFI[5], que el FMI ha seguido igualmente de cerca en el contexto de los FSAP nacionales—. Cada recomendación lleva aparejada una expectativa de cumplimiento según su horizonte temporal. Aproximadamente la mitad de ellas tienen una perspectiva de implementación inmediata o inferior a un año (desde su publicación por el FMI en agosto de 2024) y la otra mitad cuentan con un plazo de hasta tres años (hasta mediados de 2027). Por otra parte, seis de estas recomendaciones han sido seleccionadas por el FMI para ser incluidas en su listado de las 20 recomendaciones principales *(key recommendations)* del FSAP, contenido en su informe ejecutivo *Spain: Financial System Stability Assessment*.

La situación de implementación de las recomendaciones dirigidas por el FMI a la AMCESFI es diversa. Algunas de ellas requieren acometer enmiendas legislativas. Es el caso de aquellas relativas a la frecuencia de las reuniones y a la composición del Consejo (recogidas en el Real Decreto 102/2019), a la simplificación de procesos administrativos para agilizar la tramitación de medidas macroprudenciales o a la revisión y consolidación de requerimientos de notificación y autorización de fondos de inversión y otros proveedores no bancarios para informar a la CNMV sobre la activación de instrumentos, lo que, en última instancia, convierte en destinatario de dichas recomendaciones al Ministerio de Economía, Comercio y Empresa por sus facultades de iniciativa legislativa.

En otro ámbito podemos situar las restantes recomendaciones, las cuales son susceptibles de ser autónomamente adoptadas por la AMCESFI mediante acuerdo de sus miembros. Algunas de ellas, como la que invita a interactuar en foros internacionales para la profundización y el desarrollo de un marco y un conjunto de instrumentos con los que abordar riesgos sistémicos del sector financiero no bancario, o la que anima a trabajar en el cierre de lagunas de datos con

5 Por ejemplo, el Consejo Superior de Estabilidad Financiera de Francia o el Comité de Estabilidad Financiera de Alemania.

Recuadro 5.A Recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a la AMCESFI (cont.)

Cuadro 5.A.1 Recomendaciones del FMI dirigidas a la AMCESFI en el FSAP 2024 de España

Enunciado de la recomendación	Destinatario(s)	Horizonte
Marco e instrumentos de política macroprudencial		
Incrementar la frecuencia mínima de las reuniones del Consejo de la AMCESFI a al menos trimestral	AMCESFI, MINECO	Inmediato
Potenciar la transparencia de la AMCESFI mediante la publicación de actas/resúmenes de las reuniones del Consejo e informes anuales más tempranos	AMCESFI, MINECO	Inmediato
Reforzar la comunicación de la AMCESFI en materia de evaluación de los principales riesgos y vulnerabilidades sistémicas, a partir de los conocimientos de sus instituciones miembros y del análisis detallado de interconexiones, interrelaciones y riesgos de desbordamiento en el sistema financiero nacional y hacia el exterior	AMCESFI	Corto plazo
Considerar la designación en el Consejo de la AMCESFI de dos o tres expertos externos de perfil alto en política macroprudencial para contribuir a la diversidad de perspectivas y de conocimiento.	AMCESFI, MINECO	Corto plazo
Contemplar que la AMCESFI asuma un papel de coordinación de alto nivel más amplio sobre temas de estabilidad financiera y otros asuntos relacionados con los riesgos transversales (como el ciberriesgo y la planificación de la gestión de crisis), invitando para ello a participar a actores clave del sector público, según se estime oportuno	AMCESFI	Corto plazo
Seguir abordando el cierre de lagunas de información para potenciar el análisis de la estabilidad financiera y el desarrollo y aplicación de instrumentos macroprudenciales	Banco de España, CNMV, DGSFP, AMCESFI	Corto plazo
Introducir medidas como el colchón de capital anticíclico positivo neutral para que los bancos vean incrementada su capacidad de absorción de pérdidas ante eventos adversos de riesgo	Banco de España, AMCESFI	Inmediato
Valorar posibles opciones para simplificar y optimizar los procesos administrativos y de consulta nacionales requeridos para el empleo de determinados instrumentos de política macroprudencial, de cara a reducir su prolongado retardo de implementación	AMCESFI	Corto plazo
Revisar y consolidar los requerimientos de notificación (y en algunos casos de autorización) aplicables a fondos y, si procede, a otros proveedores del sector financiero no bancario (SFNB) para informar al supervisor sobre la activación de instrumentos	CNMV, AMCESFI	Inmediato
Seguir interactuando activamente en foros europeos y mundiales para la profundización y el desarrollo de un marco y un conjunto de instrumentos con los que abordar riesgos sistémicos del SFNB e implementar las principales conclusiones y recomendaciones cuando estén disponibles	MINECO, Banco de España, CNMV, DGSFP, AMCESFI	Corto plazo
Otras recomendaciones de relevancia para la AMCESFI		
Completar la primera evaluación interna del desempeño de la AMCESFI, según se estipula en el real decreto por el que se establece dicha autoridad macroprudencial	MINECO	Inmediato

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.
NOTAS: Con fondo sombreado figuran aquellas recomendaciones que tienen consideración de principales para el FMI y aparecen en el informe *Spain: Financial System Stability Assessment.* El resto de las recomendaciones aparecen únicamente en la nota técnica macroprudencial (IMF Country Report n.º 24/260). El horizonte temporal es «inmediato» si la expectativa de cumplimiento es de menos de un año y de «corto plazo» si está entre uno y tres años.

fines analíticos, se pueden considerar de implementación en curso —gradual y continua—, en la medida en que estas recomendaciones del FMI concurren con otras de la JERS de similar propósito.

De manera general, se puede apreciar que ciertas recomendaciones del FMI —como la que busca potenciar en torno a la AMCESFI la coordinación de líneas de trabajo transversales— están

Recuadro 5.A Recomendaciones del Fondo Monetario Internacional a la AMCESFI (cont.)

alineadas con el desarrollo esperado de la actividad de la AMCESFI. De hecho, la creación en 2024 del Subcomité de Inteligencia Artificial y la conversión en permanente del Subcomité de Interconexiones responden a la voluntad de dotar a la AMCESFI de un papel creciente en áreas de trabajo de interés común para las instituciones que la integran.

Una recomendación del FMI que ya se puede considerar implementada es la relativa a la introducción de un CCA positivo neutral. Este instrumento dotaría a los bancos españoles de mayor capacidad de absorción de pérdidas ante eventos adversos de riesgo. En octubre de 2024, el Banco de España anunció la medida de activación del CCA al 0,5 % (efectiva en octubre de 2025), sobre cuya propuesta la AMCESFI había emitido una opinión favorable.

El FMI valorará el cumplimiento de estas recomendaciones a lo largo de los próximos años. Algunas de ellas reciben la atención del FMI en el contexto de los ejercicios del Artículo IV (de vigilancia macroeconómica) que con frecuencia anual realiza a nuestro país. El próximo FSAP previsiblemente tendrá lugar en 2029 y será en esa ocasión cuando el FMI haga balance del cumplimiento que, en su caso, se haya dado a cada una de las recomendaciones arriba listadas por parte de la propia AMCESFI y las demás autoridades destinatarias. Los esfuerzos de este órgano en los próximos años se orientarán a mantener y, si cabe, mejorar la satisfactoria evaluación que el FMI ha hecho de los primeros años de actividad de la AMCESFI en el FSAP de 2024.

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A1.1 **Riesgo macroeconómico**

1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes ajustada estacionalidad

2 Tasa de paro según la EPA

3 Inflación según el índice general del IAPC

4 Deuda y déficit públicos

5 Deuda consolidada del sector privado residente

6 Saldo por cuenta corriente

7 Posición de inversión internacional neta deudora

8 Costes laborales unitarios (CLU)

Gráfico A1.2 **Riesgo de mercado**

1 Mercados de renta variable

2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años

3 Evolución del euríbor a un año

4 Volatilidad en los mercados internacionales

5 Volatilidad del IBEX 35

Gráfico A1.3 **Riesgo de crédito**

1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito

2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito

3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años

4 Indicadores de *credit default swap* (CDS)

5 Saldo de crédito al sector privado residente

6 Crédito nuevo al sector privado residente

Gráfico A1.4 **Riesgo inmobiliario**

1 Evolución del mercado inmobiliario

2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda

3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción

4 Crédito nuevo destinado a vivienda

Gráfico A1.5 **Riesgo de liquidez y financiación**

1 Diferencial entre el líbor y el OIS a tres meses

2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema

3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas

4 Emisiones de renta fija

5 Emisiones de renta variable de empresas españolas

6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes

7 Contratación de renta variable española

8 Diferenciales *bid-ask*

Gráfico A1.6 **Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos. Datos consolidados**

1 *Return on equity* (ROE)

2 Ratio *cost to income*

3 Ratios de capital

4 Ratio de apalancamiento *(phase in)*

Riesgo de solvencia y rentabilidad. Aseguradoras

5 *Return on equity* (ROE)

6 Ratio combinada bruta no vida

7 Ratio de solvencia

Gráfico A1.7 **Riesgos estructurales e interconexiones**

1 Evolución de activos del sector financiero

2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros

3 Fondos de inversión

4 Evolución de activos de aseguradoras y fondos de pensiones

5 Pasivos del sector bancario, por sectores

6 Evolución del indicador de riesgo sistémico

Gráfico A1.8 **Otros riesgos**

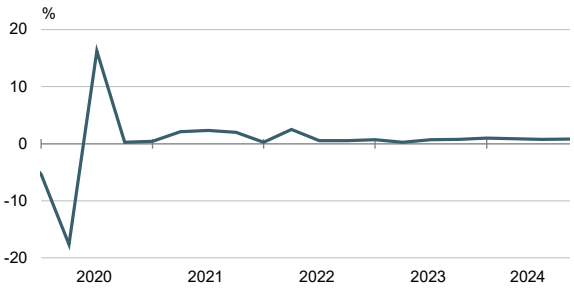
1 Intensidad de las emisiones de los gases de efecto invernadero

2 Capitalización mundial de los criptoactivos

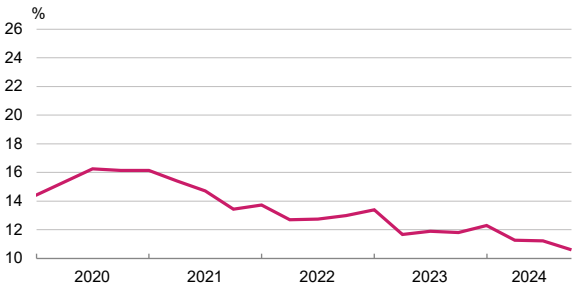
3 Capitalización mundial de las principales *stablecoins*

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico

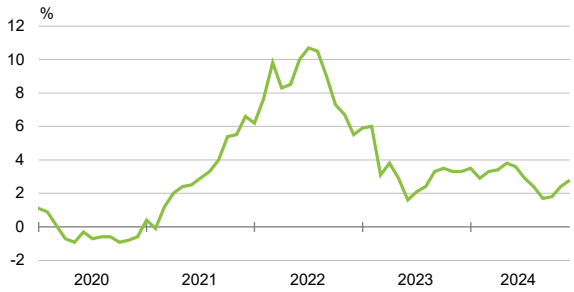
1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes ajustada estacionalidad (a)



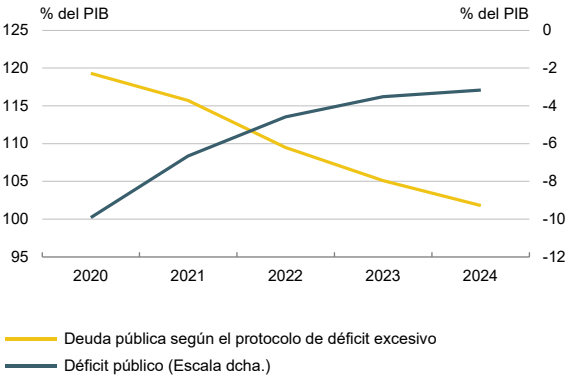
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos

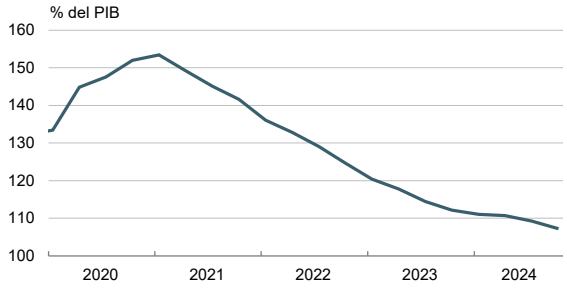


FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

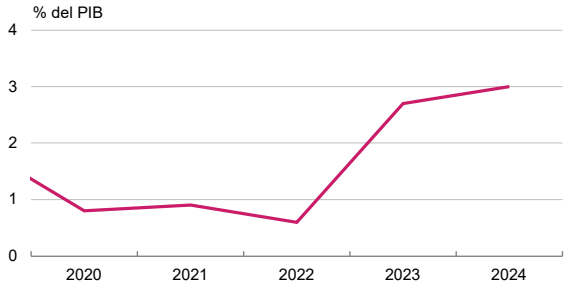
a Tasa de variación trimestral.
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.1 **Riesgo macroeconómico** (cont.)

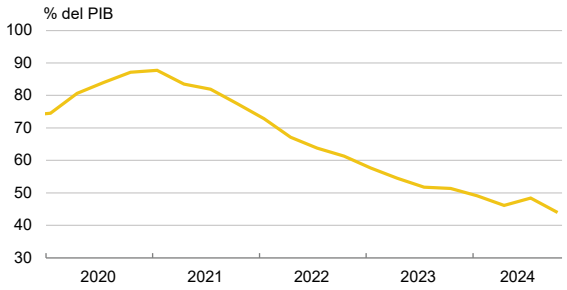
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



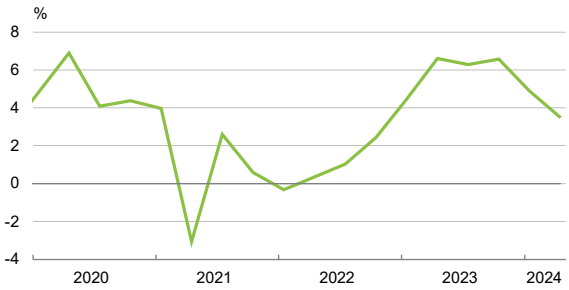
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)

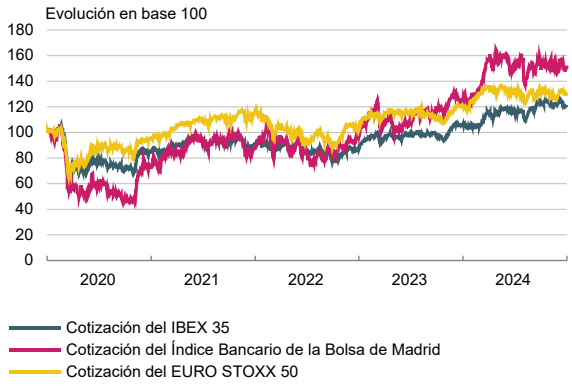


FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

a Sociedades no financieras y hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
b Tasa de variación anual.

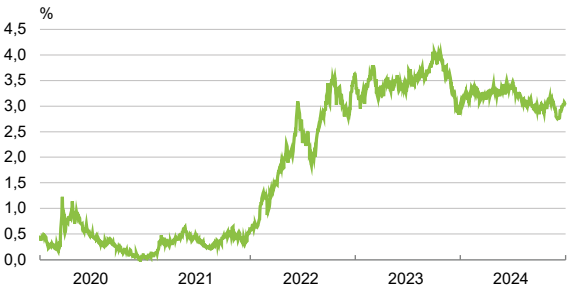
Gráfico A1.2 Riesgo de mercado

1 Mercados de renta variable

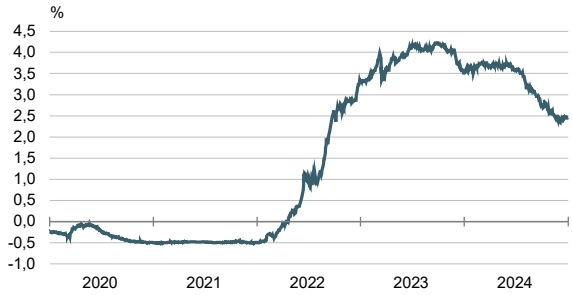


Cotización del IBEX 35
Cotización del Índice Bancario de la Bolsa de Madrid
Cotización del EURO STOXX 50

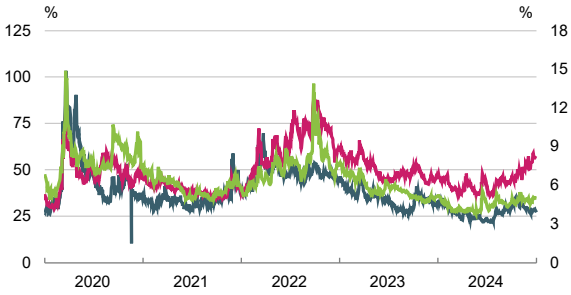
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



Volatilidad implícita diaria del precio del petróleo (brent)
Volatilidad implícita diaria del tipo de cambio euro/dólar (Escala dcha.)
Volatilidad implícita diaria del tipo de cambio euro/libra (Escala dcha.)

5 Volatilidad del IBEX 35

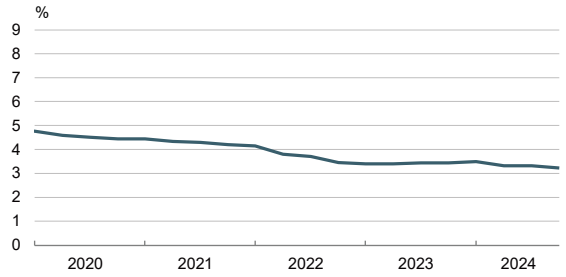
Volatilidad histórica del IBEX 35 (a)
Volatilidad implícita del mercado de derivados IBEX 35. Primer vencimiento

FUENTE: Datastream.

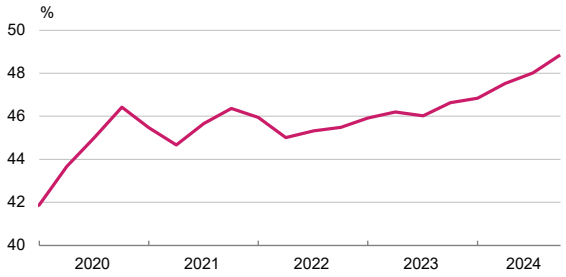
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX 35 de 21 días.

Gráfico A1.3 Riesgo de crédito

1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito (a)

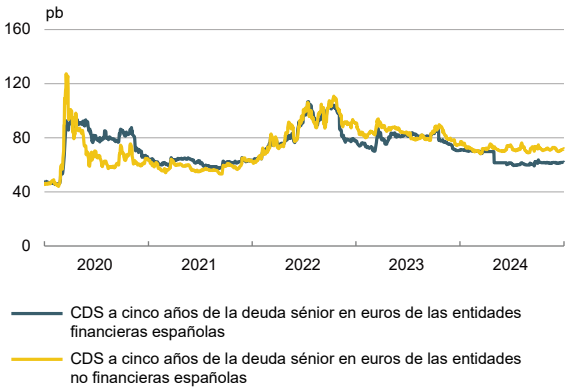


2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)

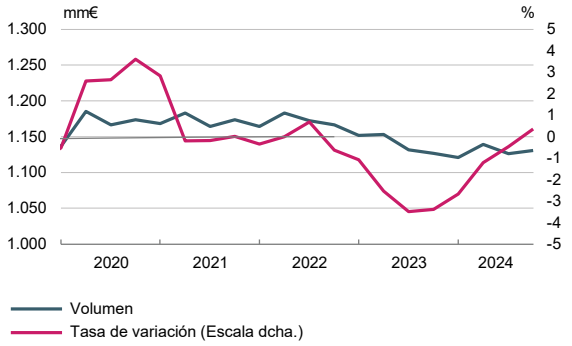


3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años

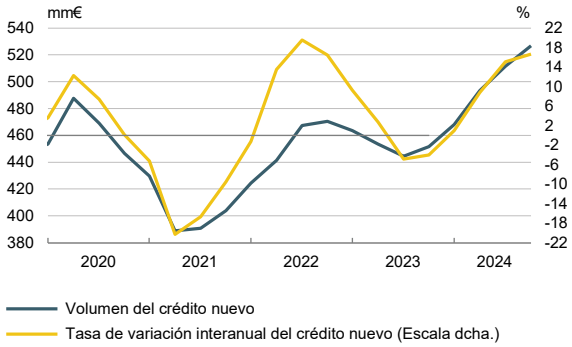
4 Indicadores de *credit default swap* (CDS) (b)



5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



6 Crédito nuevo al sector privado residente (c) (d)

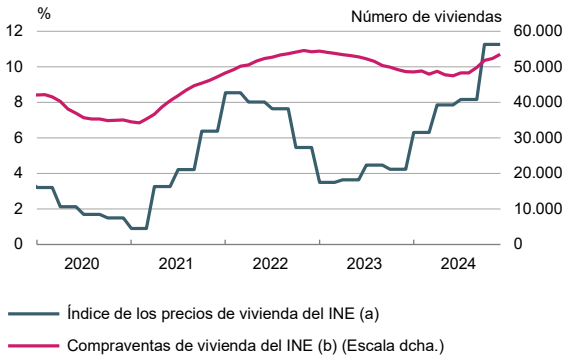


FUENTE: Banco de España.

a Datos individuales, negocios en España.
b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX 35.
c Hogares y sociedades no financieras.
d Flujo acumulado en 12 meses.

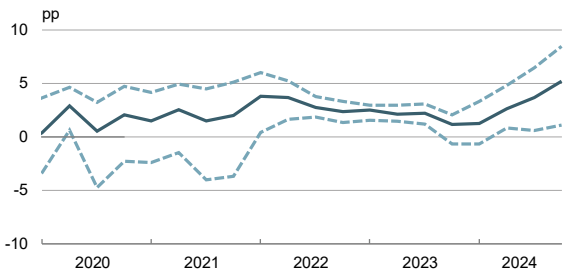
Gráfico A1.4 Riesgo inmobiliario

1 Evolución del mercado inmobiliario

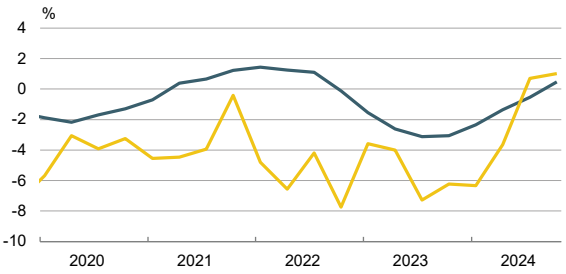


Índice de los precios de vivienda del INE (a)
Compraventas de vivienda del INE (b) (Escala dcha.)

2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda (c)

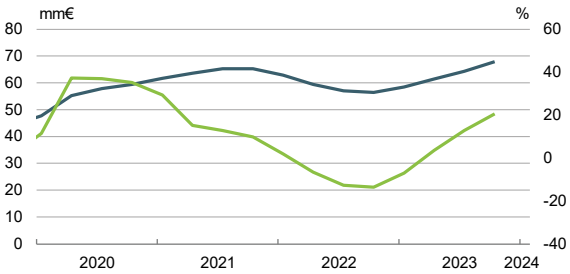


3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción (d)



Saldo de crédito a hogares destinado a la compra de vivienda
Saldo de crédito destinado a construcción, promoción y actividades inmobiliarias

4 Nuevo crédito destinado a vivienda (e)



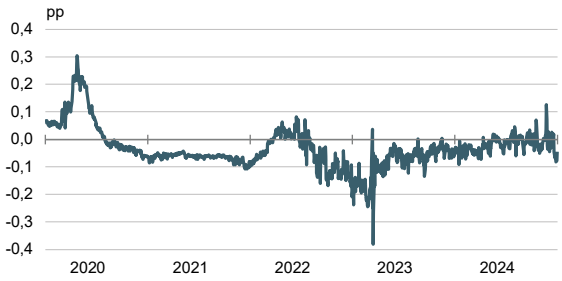
Volumen del crédito nuevo destinado a la compra de vivienda
Tasa de variación interanual del crédito nuevo destinado a la compra de vivienda (Escala dcha.)

FUENTE: Banco de España.

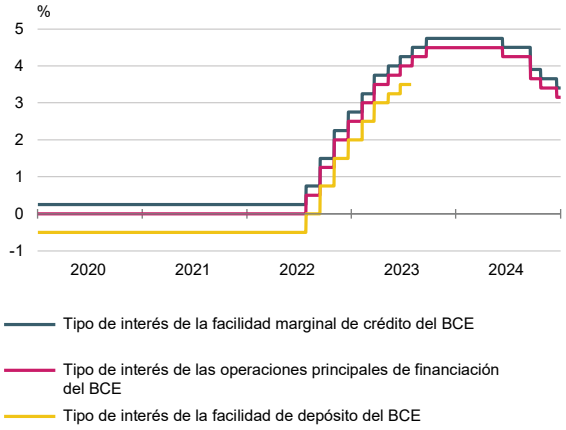
a Tasa de variación anual.
b Media móvil de 12 meses.
c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio, mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias a largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia a largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia a largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias a largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio a largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.
d Tasa de variación interanual.
e Flujo acumulado en 12 meses. Incluye crédito a hogares e ISFL.

Gráfico A1.5 Riesgo de liquidez y financiación

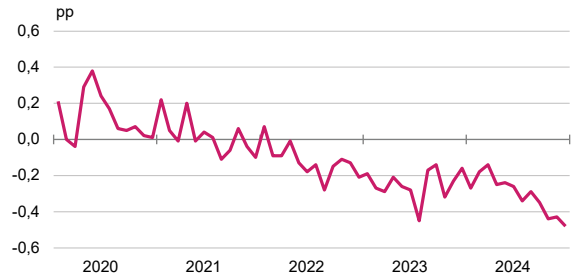
1 Diferencial entre el líbor y el OIS a tres meses



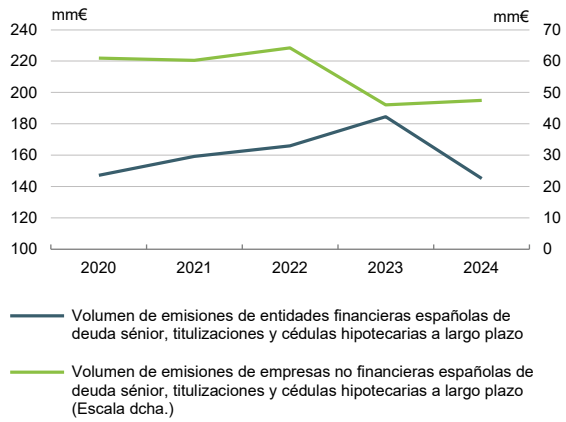
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas



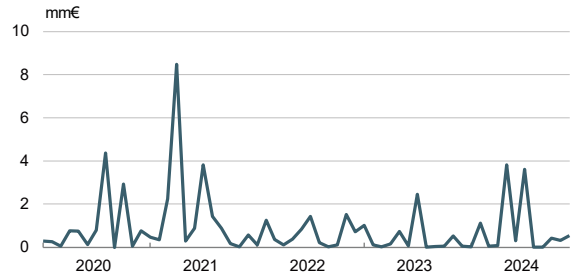
4 Emisiones de renta fija



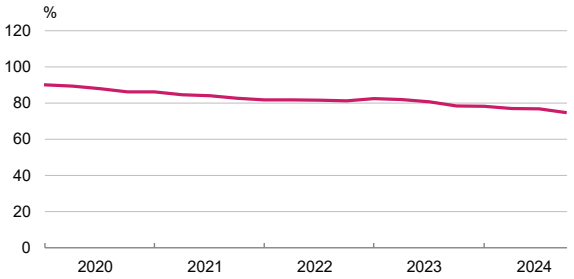
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico A1.5 **Riesgo de liquidez y financiación** (cont.)

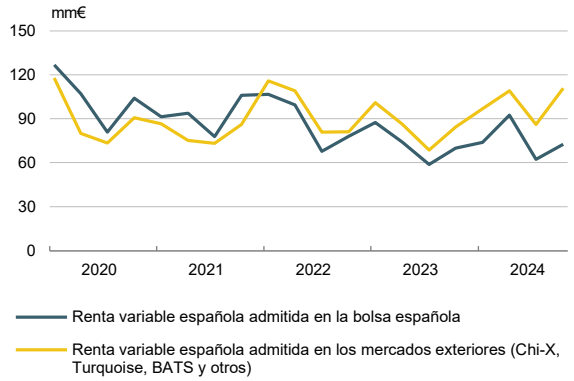
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



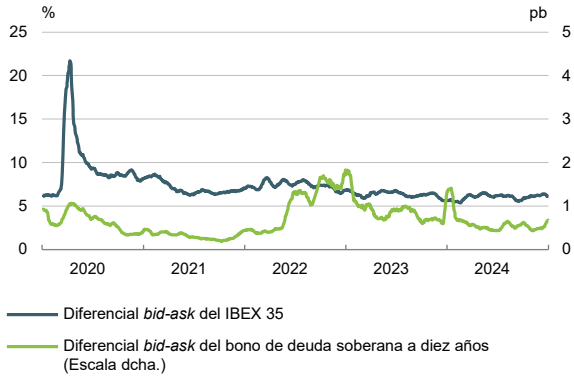
6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes (a)



7 Contratación de renta variable española



8 Diferenciales *bid-ask*

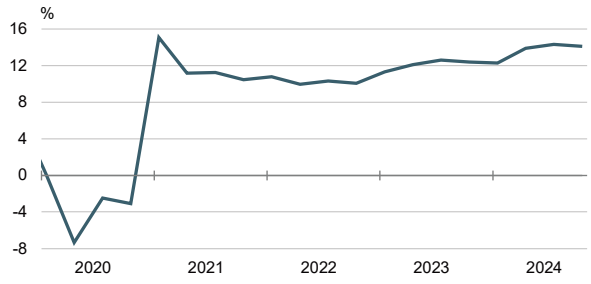


FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

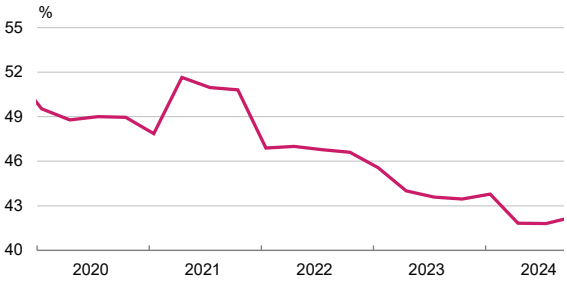
a Hogares y SNF.

Gráfico A1.6 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos. Datos consolidados

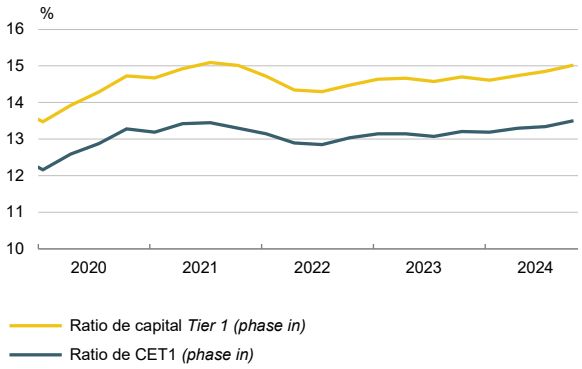
1 *Return on equity* (ROE) (a)



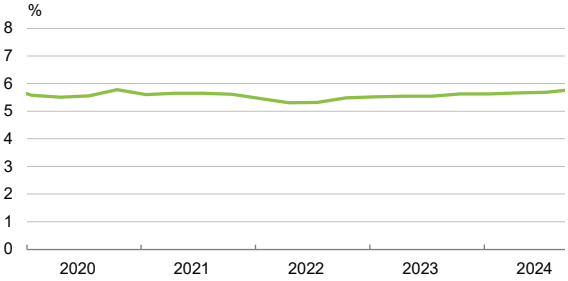
2 Ratio *cost to income* (b)



3 Ratios de capital



4 Ratio de apalancamiento *(phase in)*

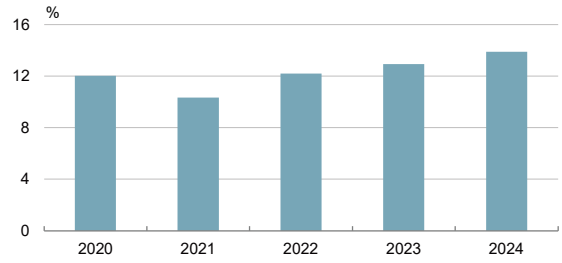


FUENTE: Banco de España.

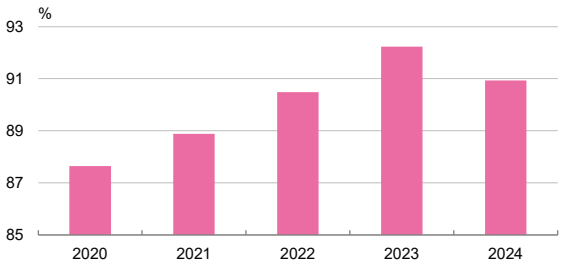
a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

Gráfico A1.6 **Riesgo de solvencia y rentabilidad. Aseguradoras** (cont.)

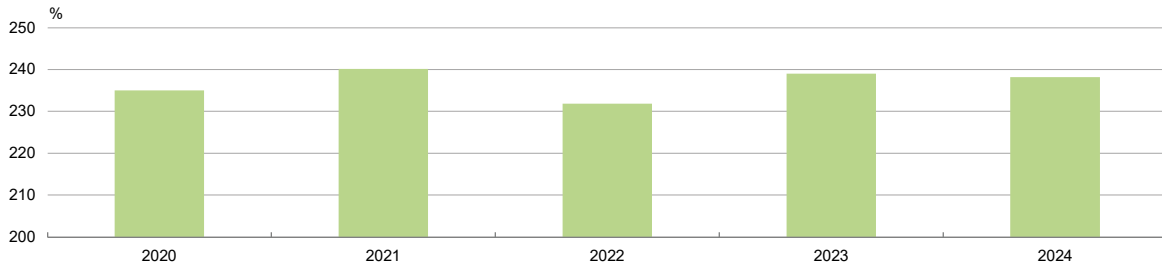
5 *Return on equity* (ROE)



6 Ratio combinada bruta no vida



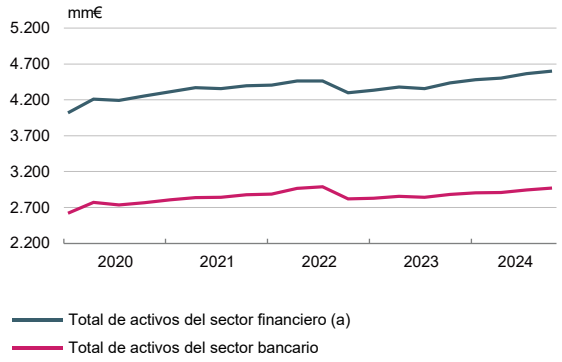
7 Ratio de solvencia



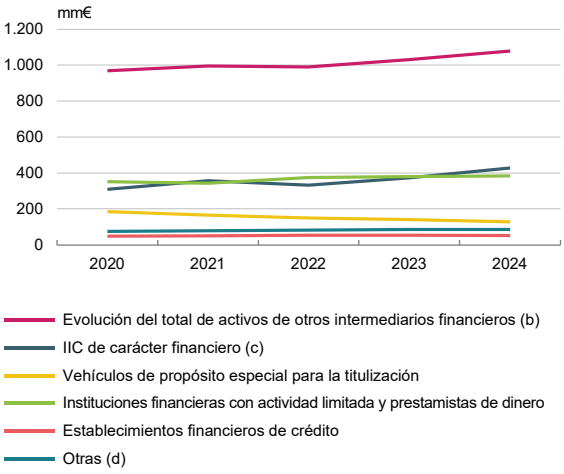
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A1.7 Riesgos estructurales e interconexiones

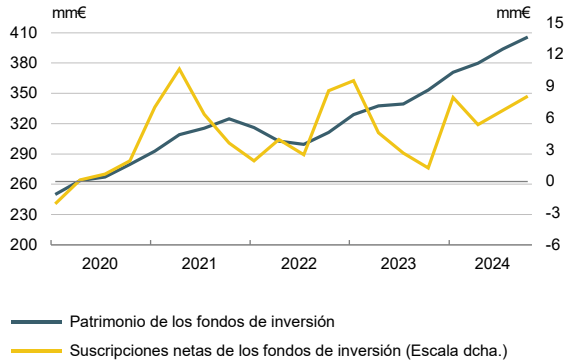
1 Evolución de activos del sector financiero



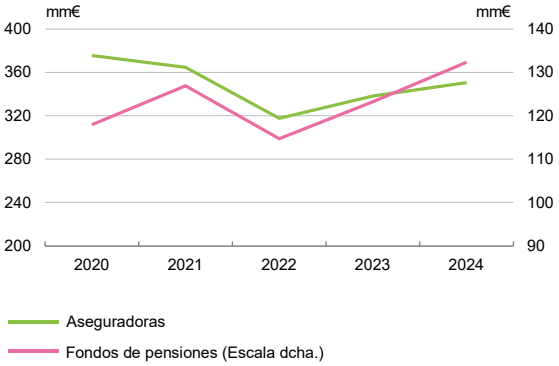
2 Evolución de activos de otros intermediarios financieros



3 Fondos de inversión



4 Evolución de activos de aseguradoras y fondos de pensiones

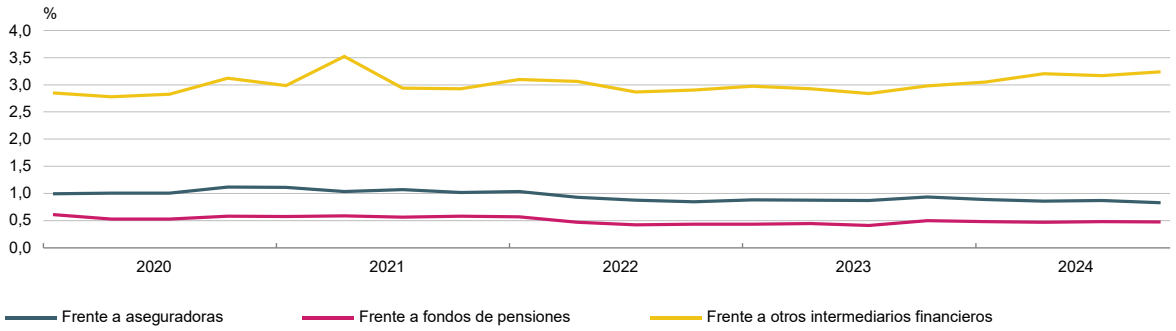


FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y Banco de España.

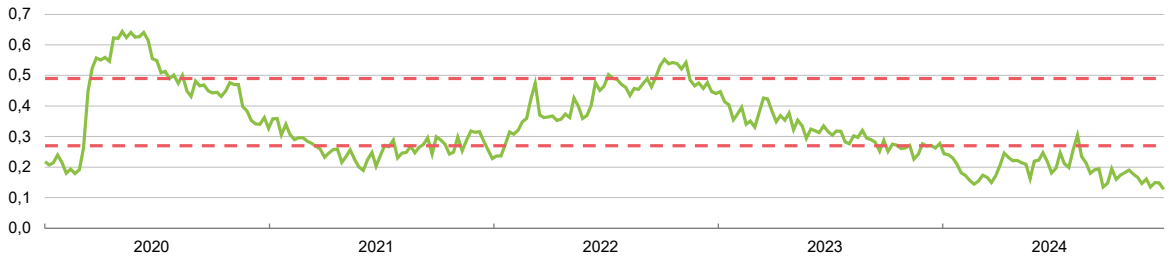
a Incluye todos los sectores financieros, excepto el Banco de España y el ICO.
b Dato de 2021, provisional.
c Se incluyen los fondos de inversión (incluidos los fondos monetarios), las SICAV y las IIC de inversión libre.
d A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como AAPP, no están incluidos en este epígrafe.

Gráfico A1.7 **Riesgos estructurales e interconexiones** (cont.)

5 Pasivos del sector bancario, por sectores (a)



6 Evolución del indicador de riesgo sistémico (b)

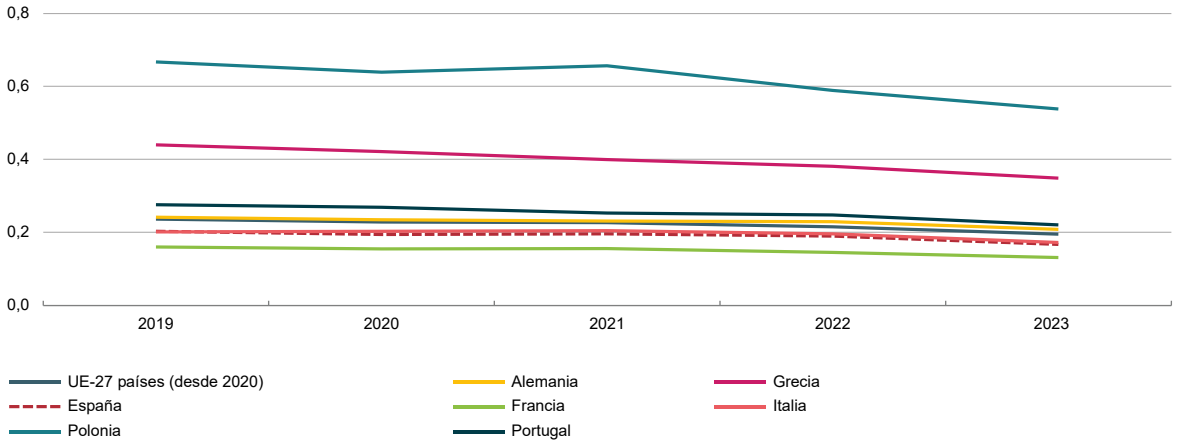


FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Distribuciones en porcentaje sobre los pasivos totales del sector bancario.
b Se evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y se agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a períodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a períodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a períodos de estrés elevado. Las líneas rojas discontinuas diferencian los niveles de estrés: elevado, intermedio y reducido.

Gráfico A1.8 Otros riesgos

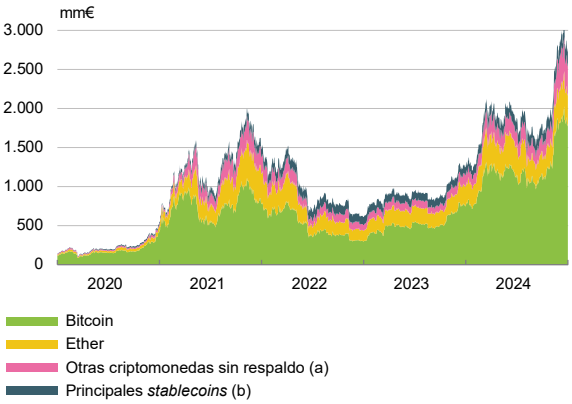
1 Intensidad de las emisiones de los gases de efecto invernadero



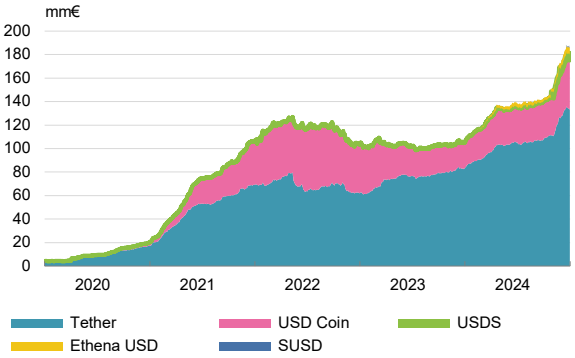
FUENTE: Eurostat.
NOTA: Intensidad calculada como emisiones de gases de efecto invernadero (en miles de toneladas) sobre PIB real (en millones de euros).

Gráfico A1.8 **Otros riesgos** (cont.)

2 Capitalización mundial de los criptoactivos



3 Capitalización mundial de las principales *stablecoins*



FUENTE: CoinGecko.
NOTA: CoinGecko, al igual que otros sitios web similares, no constituye una fuente de datos oficial y contrastable.

a «Otras criptomonedas sin respaldo» incluye la capitalización de las cinco principales criptomonedas, excluyendo *stablecoins,* Bitcoin y Ether.
b «Principales *stablecoins*» incluye la capitalización de las cinco principales *stablecoins*.

Anejo 2 Recomendaciones de la JERS de relevancia para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España

Cuadro A2.1 Recomendaciones relevantes de la JERS, por autoridad

Recomendación de la JERS	Banco de España	CNMV	DGSFP	Gobierno
Recomendación JERS/2021/17, de 2 de diciembre de 2021, relativa al marco paneuropeo coordinado de ciberincidentes sistémicos para autoridades relevantes				FC
Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía	SE	FC/LC	SE	
Recomendación JERS/2015/1, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países	FC			
Recomendación JERS/2014/1, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas	FC			
Recomendación JERS/2012/2, de 20 de diciembre de 2012, sobre la financiación de las entidades de crédito	FC			
Recomendación JERS/2011/3, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales				PC[1]
Recomendación JERS/2011/2, de 22 de diciembre de 2011, sobre la financiación de entidades de crédito en dólares estadounidenses	FC			
Recomendación JERS/2011/1, de 21 de septiembre de 2011, sobre la concesión de préstamos en moneda extranjera	FC			

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y elaboración propia.
NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. Se excluyen las recomendaciones dirigidas a la AMCESFI que ya se recogen en el cuadro del capítulo 5. Tampoco se incluyen las recomendaciones de enmienda de recomendaciones previas. Se indica el grado de cumplimiento en los casos en los que existe informe de evaluación de la JERS, de acuerdo con la siguiente terminología: *fully compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *largely compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *partially compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *materially non-compliant* –MN– (incumplimiento material); *sufficiently explained* –SE– (inacción justificada), e *insufficiently explained* –IE– (inacción injustificada).

Anejo 3 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI

El presente anejo recopila documentos regulares y artículos ocasionales relativos al análisis de la estabilidad financiera y la política macroprudencial publicados por las instituciones miembros de la AMCESFI entre julio de 2024 y junio de 2025. Para publicaciones correspondientes al primer semestre de 2024, véase el anejo 3 del *Informe Anual 2023* de la AMCESFI.

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2025

Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024

Memoria de Supervisión 2024

Informe Anual 2024

"Hacia un diccionario panhispánico de sentimiento de la estabilidad financiera"
José Manuel Carbó, Claudia Toledo y Ángel Iván Moreno
Documentos Ocasionales, 2514 (2025)

"Banks vs. firms: Who benefits from credit guarantees?"
Alberto Martín, Sergio Mayordomo y Victoria Vanasco
Documentos de Trabajo, 2523 (2025)

"Interacción entre riesgo de liquidez y solvencia bancaria a través de los mecanismos de monetización de activos"
Alejandro Ferrer y Ana Molina
Documentos Ocasionales, 2509 (2025)

"¿Influye la eficiencia energética en el precio de la vivienda en España?"
Pana Alves y Olivier Hubert
Documentos Ocasionales, 2508 (2025)

"Indicadores de desequilibrios de precios del mercado inmobiliario comercial"
Luis Fernández Lafuerza, Irene Roibás y Raquel Vegas Sánchez
Documentos Ocasionales, 2507 (2025)

“The transmission of macroprudential policy in the tails: Evidence from a narrative approach”
Álvaro Fernández-Gallardo, Simon Lloyd y Ed Manuel
Documentos de Trabajo, 2519 (2025)

“Monetary policy, bank leverage and systemic risk-taking”
Kosuke Aoki, Enric Martorell y Kalin Nikolov
Documentos de Trabajo, 2517 (2025)

“Desertification in Spain: Is there any impact on credit to firms?”
Carmen Broto y Olivier Hubert
Documentos de Trabajo, 2513 (2025)

“Macroprudential policy and the tail risk of credit growth”
Jorge E. Galán
Documentos de Trabajo, 2509 (2025)

“Bank capital requirements and risk-taking: evidence from Basel III”
Rebeca Anguren, Gabriel Jiménez y José-Luis Peydró
Documentos de Trabajo, 2508 (2025)

“A macroeconomic model of banks’ systemic risk taking”
Jorge Abad, David Martínez-Miera y Javier Suárez
Documentos de Trabajo, 2441 (2024)

“Local lending specialization and monetary policy”
Alejandro Casado y David Martínez-Miera
Documentos de Trabajo, 2440 (2024)

“How do changes in financial reporting standards affect relationship lending?”
Daniel Dejuan-Bitria, Wayne R. Landsman, Sergio Mayordomo e Irene Roibás
Documentos de Trabajo, 2437 (2024)

“Bank supervision and non-performing loan cleansing”
Soner Baskaya, José E. Gutiérrez, José María Serena y Serafeim Tsoukas
Documentos de Trabajo, 2428 (2024)

“Bridging the gap? A theoretical analysis of the net effect of FinTech entry on access to credit”
Josep Gisbert y José E. Gutiérrez
Finance Research Letters, 69, Part A (2024)

“A taxonomy of macro-financial risks and policies to address them”
Mariya Melnychuk y Javier Mencía
Documentos Ocasionales, 2431 (2024)

“La inteligencia artificial en el sistema financiero: implicaciones y avances bajo la perspectiva de un banco central”
Iván Balsategui, Sergio Gorjón y José Manuel Marqués
Revista de Estabilidad Financiera, 47, otoño (2024)

“Activos comprometidos en operaciones de financiación garantizada en el sector bancario español”
Esther Cáceres y Jorge San Vicente
Revista de Estabilidad Financiera, 47, otoño (2024)

“El Programa de Evaluación del FMI para el sistema financiero español: una visión general desde una perspectiva de estabilidad financiera”
María Díez Alcoba, Fátima Estacio y Luis Gutiérrez de Rozas
Revista de Estabilidad Financiera, 47, otoño (2024)

“El impacto de la DANA de otoño de 2024 desde una perspectiva de estabilidad financiera”
Carlos Pérez Montes (coord.), Javier García Villasur, Luis Gutiérrez de Rozas, Gabriel Jiménez, Nadia Lavín, Alexandra Matyunina y Raquel Vegas
Revista de Estabilidad Financiera, 48, primavera (2025)

“La evolución de la calidad del crédito empresarial durante la crisis sanitaria y el ciclo reciente de endurecimiento monetario”
Javier Delgado y Eduardo Pérez Asenjo
Revista de Estabilidad Financiera, 48, primavera (2025)

“A map of the Spanish financial system: A tool for analysing interconnectedness and stress transmission channels”
Antonio Sánchez Serrano
Revista de Estabilidad Financiera, 48, primavera (2025)

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera n.º 26. Junio 2024

Nota de estabilidad financiera n.º 27. Diciembre 2024

Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2024

Intermediación financiera no bancaria en España. Ejercicio 2023

“Los mercados privados de capitales”
Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar
Documento de Trabajo n.º 88 (2025)

“Fragmentación, formación de precios y liquidez de las acciones españolas en un contexto europeo”
Queremón Riba Meseguer y María Isabel Cambón Murcia
Documento de Trabajo n.º 87 (2024)

“Insider Trading in Connected Firms during Trading Bans”
Marc Goergen, Luc Renneboog y Yang Zhao
Documento de Trabajo n.º 86 (2024)

“El papel de los mercados de valores en la nueva estrategia industrial europea de Mario Draghi”
Víctor Rodríguez Quejido y Helena Huerta de Fernando
Boletín de la CNMV. Noviembre 2024

“Los contratos de productos derivados en España y su contribución al riesgo sistémico: Indicadores de riesgo basados en los datos del EMIR”
Ramiro Losada y Guillermo Cambronero
Boletín de la CNMV. Noviembre 2024

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2023

Glosario

€STR	*Euro short-term rate* (tipo de interés a corto plazo del euro)
AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Mercado de referencia de renta fija en España para valor de deuda pública y corporativa
AMCESFI	Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	*Asset Purchase Programme* (Programa de Compras de Activos)
APR	Activos ponderados por riesgo
AT1	*Additional Tier 1* (capital adicional de nivel 1)
ATM	Activos totales medios
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CCA	Colchón de capital anticíclico
CCS	Consorcio de Compensación de Seguros
CDS	*Credit default swap*
CET1	*Common Equity Tier 1* (capital ordinario de nivel 1)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COVID-19	*Coronavirus disease 2019* (enfermedad por coronavirus 2019)
CRS	Colchón contra riesgos sistémicos
CSDDD	*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (Directiva sobre diligencia debida en sostenibilidad corporativa)
CSDR	*Central Securities Depositories Regulation* (Reglamento sobre depositarios centrales de valores)
CSO	Capital de solvencia obligatorio
CSRD	*Corporate Sustainability Reporting Directive* (Directiva sobre informes de sostenibilidad corporativa)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (de la AMCESFI)
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DI	Datos individuales
DORA	*Digital Operational Resilience Act* (Reglamento de Resiliencia Operativa Digital)
EBA	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)
ECC	Entidad de contrapartida central
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación)
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial
EMIR	*European Market Infrastructure Regulation* (Reglamento sobre la infraestructura del mercado europeo)

EPA	Encuesta de Población Activa
ERTE	Expediente de regulación temporal de empleo
ES	España
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
EUR	Euro
EURO STOXX 50	Índice bursátil que representa a las 50 mayores empresas de la eurozona en términos de capitalización bursátil
EU-SCICF	*Pan-European Systemic Cyber Incident Coordination Framework* (marco paneuropeo de coordinación ante ciberincidentes sistémicos)
FE	Función económica
FMI	Fondo Monetario Internacional
FROB	Autoridad de Resolución Ejecutiva (con anterioridad, Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria)
FSAP	*Financial Sector Assessment Program* (Programa de Evaluación del Sistema Financiero)
FSB	Financial Stability Board (CEF: Consejo de Estabilidad Financiera)
GBP	Libra esterlina
HQLA	*High-quality liquid assets* (activos líquidos de alta calidad)
IA	Inteligencia artificial
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IBEX 35	Principal índice de referencia de la bolsa española
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFNB	Intermediación financiera no bancaria
IIC	Institución de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (Organización Internacional de Comisiones de Valores)
IPC	Índice de precios de consumo
IRB	*Internal ratings-based* (basado en calificaciones internas)
IRRD	*Insurance Recovery and Resolution Directive* (Directiva sobre recuperación y resolución de las empresas de seguros y reaseguros)
ISFL	Instituciones sin fines de lucro
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LCR	*Liquidity coverage ratio* (ratio de cobertura de liquidez)
LEI	*Legal Entity Identifier* (identificador de entidad jurídica)
LMVSI	Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MINECO	Ministerio de Economía, Comercio y Empresa
mm	Miles de millones

MUS	Mecanismo Único de Supervisión
NR	*Not rated* (sin clasificar)
NSFR	*Net stable funding ratio* (ratio de financiación estable neta)
OEF	*Open-ended funds* (fondos de inversión abiertos)
OEFWG	*Open-Ended Funds Working Group* (grupo de trabajo sobre fondos de inversión abiertos)
OEIS	Otra entidad de importancia sistémica
OIS	*Overnight index swap*
ORSA	*Own Risk and Solvency Assessment*
OTC	*Over the counter*
pb	Puntos porcentuales
PEPP	*Pandemic Emergency Purchase Programme* (Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia)
PIB	Producto interior bruto (GDP: *gross domestic product)*
pp	Puntos porcentuales
PTI	*Post-Trading Interface*
Pyme	Pequeña y mediana empresa
Repo	*Repurchase agreement* (compraventa con pacto de recompra)
ROA	*Return on assets* (rentabilidad sobre el activo)
ROE	*Return on equity* (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
RTS	*Regulatory Technical Standards* (Normas Técnicas de Regulación)
Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Sepblac	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SFV	Vehículo de propósito especial
SGTFI	Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SNF	Sociedades no financieras
TLTRO	*Targeted longer-term refinancing operations* (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
TR	Trimestre
UCITS	*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios)
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
USD	Dólar de Estados Unidos

Fecha de cierre: 30 de junio de 2025.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo
de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Ministerio de Economía, Comercio y Empresa - Banco de España -
Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2025
ISSN: 2660 - 4116