04

Ángel Berges, Laura Ciriza y María Rodríguez
Afi, Analistas Financieros Internacionales



La recomposición del pasivo bancario en el nuevo ciclo de tipos

Tras varios años en los que la financiación del Banco Central Europeo condicionó la estructura del pasivo bancario, primero con la apelación masiva a las TLTRO y después con su acelerada amortización, la banca europea afronta un nuevo ciclo en el que los depósitos y las emisiones vuelven a ser las piezas centrales de su financiación. Este artículo analiza cómo se está recomponiendo el pasivo bancario en este escenario. Para ello, toma como referencia los planes de financiación de la banca europea recopilados por la EBA y los contrasta con la evolución reciente de la banca española. El análisis pone de relieve la ventaja diferencial que mantiene el sector bancario español gracias al mayor peso de los depósitos a la vista. Sin embargo, esa ventaja es más estrecha que en el anterior ciclo de subidas, ante el encarecimiento de la financiación mayorista y un mayor dinamismo en la remuneración del pasivo minorista. El resultado es un menor margen de maniobra que en periodos previos y una mayor relevancia de la gestión del pasivo para preservar la rentabilidad.

Introducción

La estructura de financiación de la banca europea ha experimentado una profunda transformación en los últimos cinco años, condicionada por los sucesivos cambios de política monetaria. Tras un periodo marcado por la abundante liquidez y el acceso a financiación del Banco Central Europeo en condiciones especialmente favorables, la normalización monetaria ha devuelto el protagonismo a las fuentes tradicionales de financiación, depósitos de clientes y emisiones de deuda.

Este cambio adquiere especial relevancia en un contexto de recuperación del dinamismo crediticio y de tipos de interés más elevados. En este escenario, la gestión del pasivo no depende únicamente de la capacidad de las entidades para captar recursos, sino también de cómo se distribuyen entre las distintas fuentes de financiación y de los costes asociados a cada una de ellas. Su composición se convierte así en un elemento fundamental para comprender las diferencias entre sistemas bancarios y su capacidad para afrontar las nuevas condiciones de mercado.

En este contexto, el artículo analiza la recomposición del pasivo bancario europeo a partir de las perspectivas recogidas en los *Funding Plan* de la EBA, para posteriormente profundizar en la estructura de financiación de la banca española. El objetivo es identificar sus principales particularidades frente al agregado europeo y valorar cómo su posición de partida podría condicionar la capacidad para afrontar las nuevas presiones sobre los costes de financiación.

Cambio de composición del pasivo de las entidades bancarias europeas

El recurso al Banco Central Europeo (BCE) como fuente de financiación ilustra muy bien el cambio de ciclo de tipos de interés de los últimos cinco años. Tal y como se muestra en el gráfico 1, durante la fase final de tipos negativos y en plena pandemia, la banca europea elevó de forma muy significativa la financiación a largo plazo del BCE, vinculada fundamentalmente a las TLTRO (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), con sus ventajosas condiciones. Sin embargo, en cuanto se produjo el cambio de la política monetaria, el coste relativo de mantener hasta vencimiento las TLTRO dejó de compensar frente a otras alternativas, en un entorno de elevada liquidez disponible, y se aceleró su devolución hasta quedar en niveles muy residuales. Posteriormente, y ya en un entorno de normalización monetaria, el recurso al BCE pasa a realizarse a través de las Operaciones Principales de Financiación (OPF), si bien con volúmenes muy inferiores a los de las TLTRO previas.

Por otra parte, con el canal de financiación interbancaria ya normalizado, y tomando como referencia la información recogida en el gráfico 2, ganan protagonismo otras vías de captación de recursos. En particular, los depósitos de los hogares y de las empresas no financieras han mantenido una trayectoria de crecimiento sostenido, consolidándose como la principal fuente de financiación del sector.

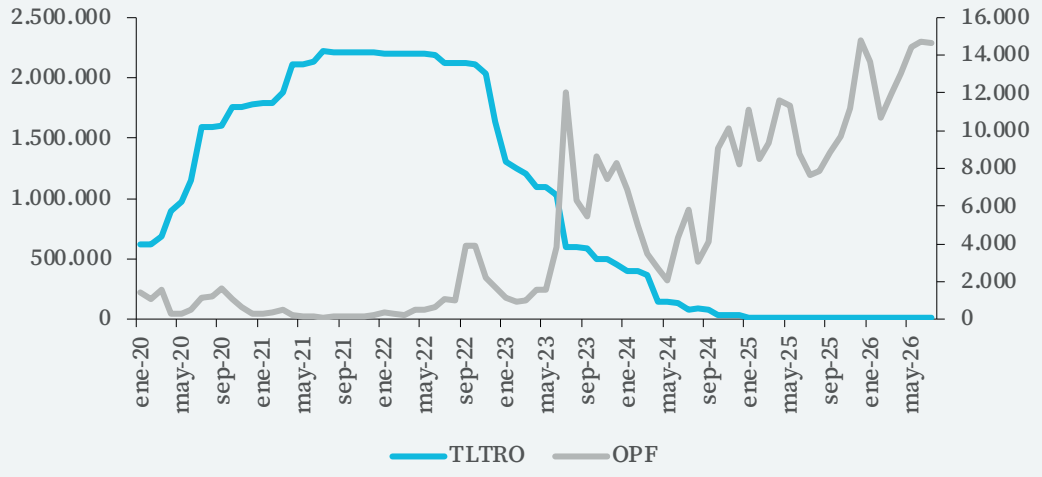
Los depósitos de hogares y empresas continuarían creciendo a un ritmo próximo al 4 % anual durante el horizonte de planificación

En este contexto, y de acuerdo con los *funding plan* de las entidades, en su estructura de pasivo ganaría algo de peso la financiación de mercado, pero sin pérdida de dinamismo de la financiación minorista, ya que los depósitos de hogares y empresas continuarían creciendo a un ritmo

Gráfico 1

Apelación BCE-UE

Millones de euros

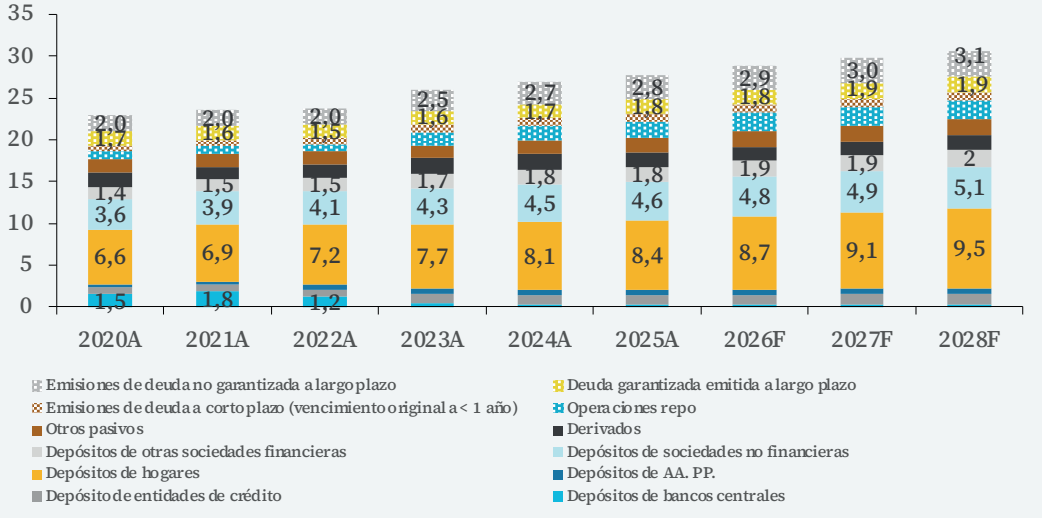


Nota: TLTRO (eje izquierdo) y OPF (eje derecho).
Fuente: Afi a partir del Banco de España.

Gráfico 2

Composición del pasivo de los bancos de la UE

Billones de euros



Fuente: Afi a partir de EBA (*Risk Assessment Report – June 2026 & July 2023*).

próximo al 4 % anual durante el horizonte de planificación.

Concretamente, las entidades europeas anticipan un aumento de las emisiones mayoristas, como consecuencia de la refinanciación de vencimientos, pero también un aumento de las emisiones netas. Las emisiones previstas de 2026 se concentran especialmente en instrumentos como deuda *senior preferred* o *covered bonds* y ABS (*Asset-Backed Securities*). En contraposición, alternativas como la deuda no preferente y la deuda senior no garantizada pierden cierta presencia relativa en el *mix* de pasivo. Por tanto, en un entorno de subidas de tipos, las entidades estarían derivando su financiación hacia instrumentos con un menor coste relativo, tanto para la refinanciación de instrumentos como para el crecimiento del balance.

Este esquema de financiación se acompaña de unas expectativas de crecimiento del crédito también positivas, superiores al 5 % en empresas y en torno al 3 %-4 % en hogares en 2026, crecimientos que probablemente deban ser reestimados a la baja dado el repunte de tipos largos observado en los últimos meses, que puede actuar como freno a la demanda de crédito.

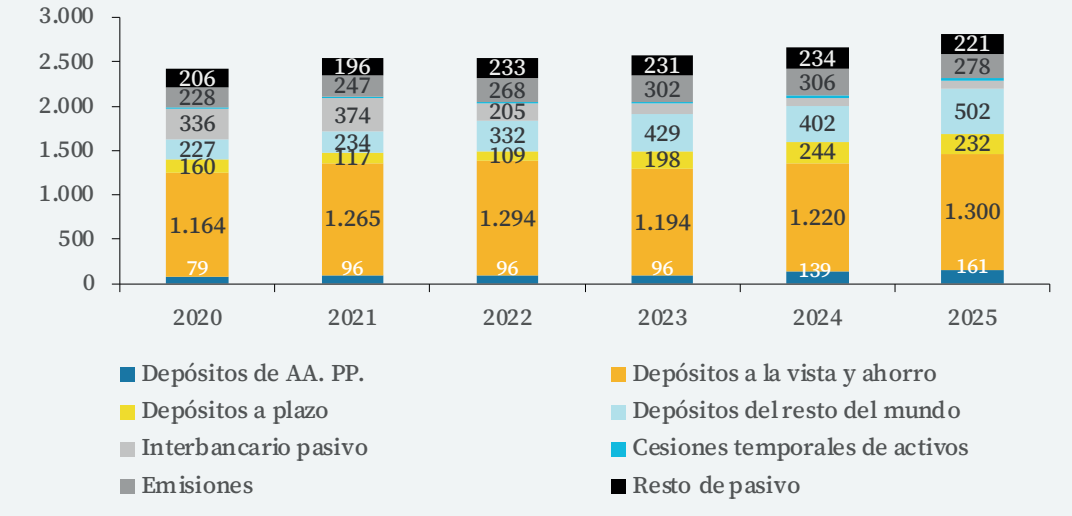
Banca española: recomposición de pasivo

Tras analizar las expectativas de financiación de la banca europea, el análisis se centra en el sistema bancario español, cuya evolución presenta un patrón similar al del agregado europeo. Como refleja el gráfico 3, el pasivo bancario ha mantenido una trayectoria de crecimiento sostenido, impulsada en los últimos años por las

Gráfico 3

Composición del pasivo del sistema bancario español

Miles de millones de euros



Fuente: Afi a partir del Banco de España.

mayores necesidades de financiación asociadas a la recuperación de la actividad crediticia. Este crecimiento se ha producido en paralelo a una menor dependencia de la financiación interbancaria, compensada por el mayor protagonismo de los depósitos y de las emisiones de deuda, aunque estas últimas muestran cierta moderación en 2025.

Atendiendo a la relevancia de estas dos fuentes de financiación (depósitos y emisiones de deuda en mercado), resulta especialmente pertinente profundizar en su evolución y composición, así como en los costes asociados a cada una de ellas.

En el caso de los depósitos, el crecimiento se ha apoyado tanto en los saldos a la vista como en los recursos a plazo, con una evolución en línea con las previsiones de crecimiento anual del 4 % recogidas en los *funding plans* de la EBA, siendo incluso el crecimiento superior al esperado en el segmento de empresas.

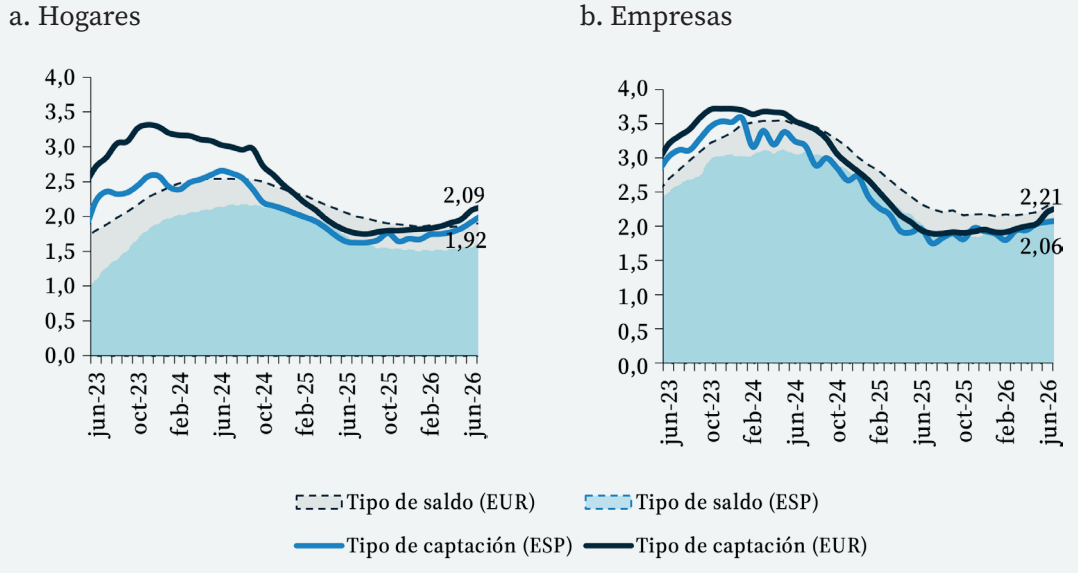
Esta mayor competencia por la captación de recursos se ha traducido en una progresiva convergencia de los tipos ofrecidos en España hacia los niveles europeos

En términos de coste de esta financiación minorista, a diferencia de lo sucedido durante el anterior ciclo de subidas de tipos, cuando la elevada

Gráfico 4

Tipo medio de los depósitos a plazo para hogares y empresas

Porcentaje

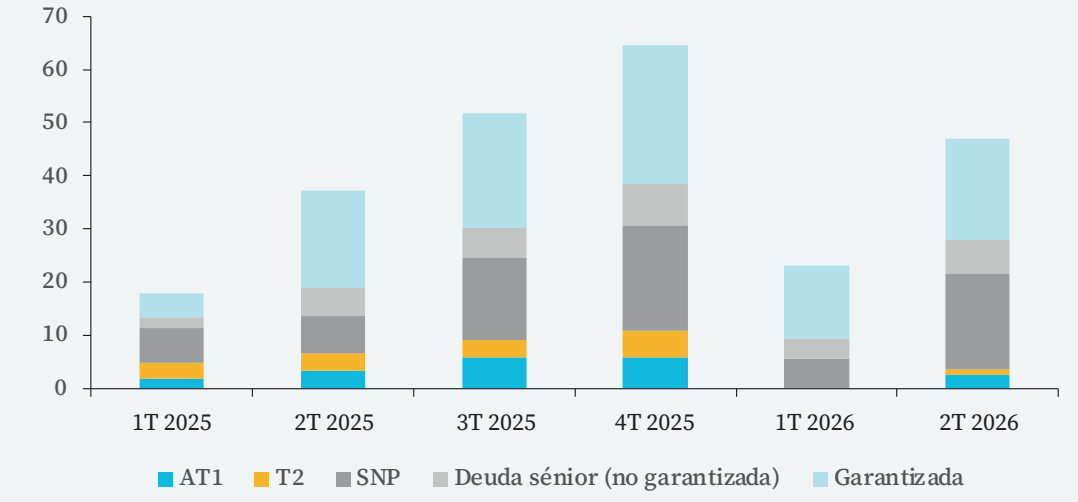


Fuentes: Afi a partir del ECB y del Banco de España.

Gráfico 5

Volumen anual de emisiones de la banca española

Miles de millones de euros



Fuente: Afi a partir de S&P Capital IQ.

disponibilidad de liquidez permitió a las entidades españolas retrasar la remuneración del ahorro frente a sus homólogas europeas, las dinámicas competitivas en el mercado y el crecimiento del activo han favorecido una reacción más rápida en los tipos de captación de depósitos a plazo.

Como reflejan los gráficos 4a y 4b, esta mayor competencia por la captación de recursos se ha traducido en una progresiva convergencia de los tipos ofrecidos en España hacia los niveles europeos, reduciendo sustancialmente una brecha que durante el ciclo anterior llegó a aproximarse a un punto porcentual.

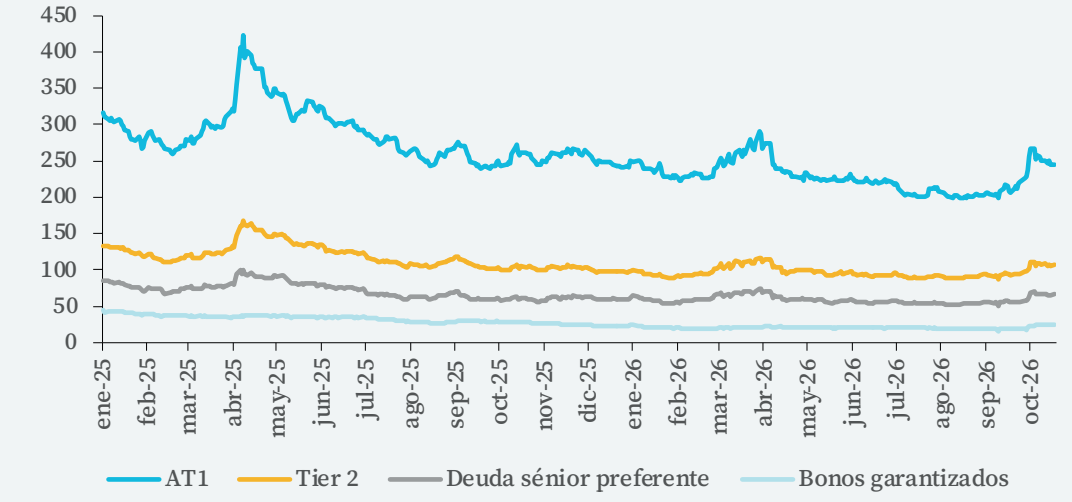
No obstante, esta convergencia no se ha traducido en una equiparación del coste total de la financiación minorista, dado el mayor peso estructural de los depósitos a la vista en España respecto al agregado europeo (84 % frente al 74 %, respectivamente). Esta composición, menos dependiente de los recursos a plazo al menos hasta la fecha, permite a las entidades españolas preservar una ventaja competitiva en el coste agregado de los depósitos, que se traslada a un mejor posicionamiento en términos de rentabilidad del margen de intereses.

Por el lado de las emisiones, la banca española muestra en el primer semestre de 2026 una dinámica claramente expansiva en términos interanuales (gráfico 5). El volumen bruto emitido se sitúa en torno a los 45.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento superior al +25 % respecto al primer semestre de 2025. Por tipología, el volumen emitido se concentra principalmente en deuda garantizada y SNP (*Senior Non-Preferred*), lo que refleja una combinación de financiación de mayor coste relativo en relación con la que prevén emitir las entidades europeas en términos agregados, al

Gráfico 6

Diferencial (*Swap OAS*) de la deuda bancaria en euros, por instrumento

Puntos básicos



Fuente: Afi a partir de *Intercontinental Exchange* (ICE).

mantener niveles superiores de emisiones de deuda no preferente.

En cuanto a coste, el repunte de las emisiones no se ha visto acompañado de un deterioro uniforme entre instrumentos, tal y como se observa en el gráfico 6. Los diferenciales (*Swap OAS*) de la deuda bancaria en euros registran tres episodios de repunte durante el último año y medio. El primero, en la primavera de 2025, coincidiendo con las tensiones derivadas del anuncio de nuevos aranceles en Estados Unidos; el segundo, en el primer trimestre de 2026, asociado al estallido del conflicto en Oriente Medio; y el tercero, a comienzos de octubre de 2026, en un contexto marcado por el aumento de las tensiones en los mercados de deuda soberana y la presión ejercida por las emisiones vinculadas a la IA.

Más allá de las causas que han motivado cada uno de estos episodios, se observa un patrón común en la evolución de los diferenciales, cuya ampliación ha sido más contenida en los instrumentos con menor grado de subordinación. Así, los *covered bonds* apenas han registrado variaciones, frente a la mayor sensibilidad de los AT1 y Tier 2, lo que pone de manifiesto que el mercado continúa discriminando el riesgo en función de las características de cada instrumento, especialmente en periodos de mayor volatilidad.

La creciente competencia en los depósitos, que no solo se ha trasladado al coste de captación del plazo, sino a las dinámicas comerciales de las entidades

Esa mayor volatilidad en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica y económica, junto con unas perspectivas de tipos de interés más elevadas durante un horizonte prolongado, que

podrían mantener cierta presión sobre el coste de las emisiones, especialmente en los instrumentos de mayor subordinación, se traslada también a la comentada creciente competencia en los depósitos, que no solo se ha trasladado al coste de captación del plazo, sino a las dinámicas comerciales de las entidades. En este sentido, se observa en el mercado una dinámica clara en la que la política comercial de las entidades pone el foco en la captación del cliente transaccional, a partir de ofertas de cuentas remuneradas, en las que la vinculación del cliente es esencial para mantener la estabilidad de los saldos transaccionales, fundamental para un momento de crecimiento del crédito, creciente presión del coste de los depósitos y elevada competencia.

Conclusión

La recomposición del pasivo bancario europeo refleja una transición hacia una estructura de financiación en la que los depósitos y las emisiones de deuda recuperan protagonismo frente al recurso extraordinario a la financiación del BCE. En este proceso, la banca española mantiene ciertas particularidades respecto al agregado europeo, especialmente por el mayor peso de los depósitos a la vista, que continúa favoreciendo un coste de financiación más contenido.

Sin embargo, las condiciones actuales difieren de las observadas en el anterior ciclo de subidas de tipos. El mayor dinamismo del crédito, la menor disponibilidad de liquidez y las renovadas presiones sobre los costes de captación están reduciendo parte de esa ventaja. Todo ello refuerza la importancia de la composición del pasivo y de su gestión como factores determinantes para sostener la rentabilidad bancaria en un entorno de mayor inestabilidad monetaria y financiera.