

# PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA



## PRINCIPALES VULNERABILIDADES Y RIESGOS PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA

Más de dos años después del inicio de la crisis económica generada por la aparición de la pandemia del COVID-19, la economía mundial se ha visto golpeada por los efectos de la invasión de Ucrania por el ejército ruso. Las consecuencias de esta invasión son difíciles de predecir, pero se anticipan de naturaleza global y de gran profundidad, tanto en el orden geopolítico como en los ámbitos económico y financiero, e introducen nuevos riesgos para la estabilidad financiera (véase Esquema 1).

Esta nueva perturbación alcanza a la economía española en un contexto de recuperación progresiva, que se mantenía incompleta y desigual por sectores de actividad y que continuaba condicionada por la evolución de la pandemia y por las continuas sorpresas al alza en la inflación. No obstante, la invasión de Ucrania y la reacción de las autoridades occidentales, que han llevado a la imposición de sanciones económicas sin precedentes a Moscú, introducen una enorme incertidumbre, con consecuencias adversas en términos de un peor desempeño de la actividad económica y de un aumento de las presiones inflacionistas, en especial a través de los precios de la energía y otras materias primas.

Esquema 1

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



FUENTE: Banco de España.

a En este Informe, se define a **las vulnerabilidades** como a aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de **los riesgos para la estabilidad financiera**. Estos a su vez se identifican con variaciones adversas de las condiciones económicas y financieras, o del entorno físico o geopolítico, con una probabilidad de ocurrencia incierta, que dificultan o impiden la función de intermediación financiera, con consecuencias negativas para la actividad económica real.

b Los riesgos y vulnerabilidades que aparecen en este cuadro se gradúan utilizando tres colores: el amarillo indica un nivel bajo, el naranja el nivel medio y el rojo el nivel alto. Las flechas indican la evolución de riesgos y vulnerabilidades desde el anterior IEF publicado.

El sector financiero español se enfrenta a esta nueva perturbación en una situación en la que había recuperado los niveles de rentabilidad previos a la crisis de la pandemia y en la que su capacidad de resistencia se mantiene, con carácter general, elevada. Si bien las exposiciones financieras directas a Rusia y a Ucrania de las entidades bancarias españolas son muy reducidas, los efectos indirectos de la nueva perturbación pueden ser relevantes, a través en particular del impacto en aquellos sectores empresariales y grupos poblacionales en los que la recuperación post pandemia estaba siendo más lenta o tardía y, además, se encuentran especialmente expuestos a las consecuencias económicas derivadas de la invasión de Ucrania.

A continuación, se discuten en más detalle los principales riesgos<sup>1</sup> para la estabilidad del sistema financiero español:

## **R1 Incremento de los riesgos geopolíticos**

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania ha aumentado la tensión geopolítica global. La imposición de sanciones por buena parte de la comunidad internacional a Rusia en respuesta a la invasión de Ucrania y la reacción de Rusia frente a las mismas generan una situación sin precedentes desde el final de la Guerra Fría, cuya intensidad y duración resultan inciertas (véase Gráfico 1).

En los mercados financieros, el aumento de la incertidumbre generada por la invasión podría inducir un incremento de la aversión al riesgo de los inversores, con la consiguiente subida de las primas asociadas a los activos con riesgo, cuyo comportamiento ha sido, sin embargo, hasta ahora moderado (véase Gráfico 2), y también una mayor volatilidad (véase Gráfico 3). Se eleva igualmente la probabilidad de correcciones adversas adicionales en los precios de los activos con riesgo, en un momento en que se observaban antes del inicio del conflicto signos de sobrevaloración en algunos activos y geografías, así como de un aumento de la fragmentación financiera y de un deterioro de las condiciones de financiación.

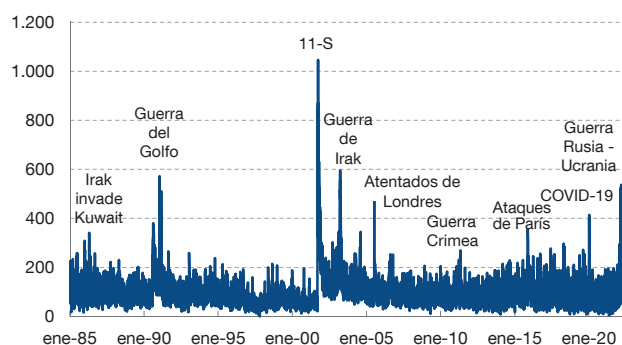
La previsible caída de la actividad en Rusia y Ucrania, junto con la mayor incertidumbre, también impactan negativamente en el comercio mundial y en la confianza de hogares y empresas, que pueden posponer sus decisiones de consumo e inversión, lo que contribuiría al debilitamiento del crecimiento económico.

Con todo, el mayor impacto del conflicto en el corto y medio plazo se deriva del hecho de que Rusia y Ucrania son grandes productores de materias primas, en

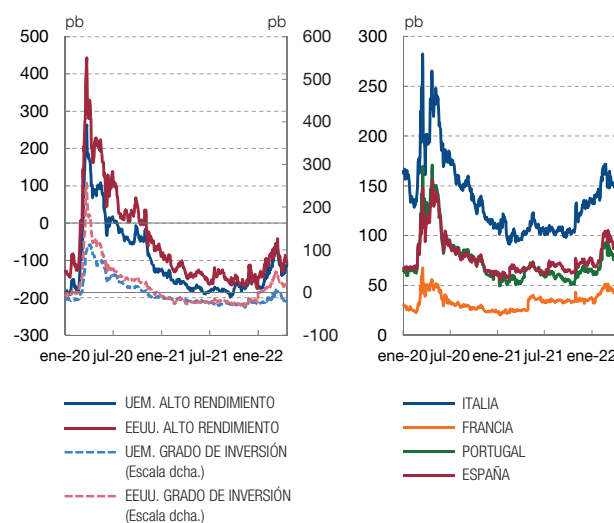
---

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

## 1 RIESGO GEOPOLÍTICO



## 2 DESVIACIONES DE LA MEDIA HISTÓRICA DE LOS DIFERENCIALES DE LOS BONOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS RESPECTO A LA CURVA SWAP (IZDA.) (a) Y DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS FRENTE A ALEMANIA (DCHA.)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Alto rendimiento: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial High Yield. Grado de inversión: Índice ICE Bank of America Merrill Lynch Non-Financial. Las desviaciones están calculadas respecto a la media histórica entre 1998 y 2022.

particular energéticas y metálicas el primero, y agrícolas el segundo. Europa es, además, particularmente, dependiente del gas y petróleo ruso. El conflicto bélico ha aumentado ya, de hecho, de una manera muy significativa los precios de la energía (véase Gráfico 4), que, en un contexto previo de elevada inflación, podrían agudizar las tensiones inflacionistas e impactarían negativamente a la actividad. Las posibles interrupciones sobre el transporte y la oferta de ciertos materiales pueden agravar también los cuellos de botella sobre las cadenas de valor globales, intensificando los riesgos a la baja sobre el crecimiento.

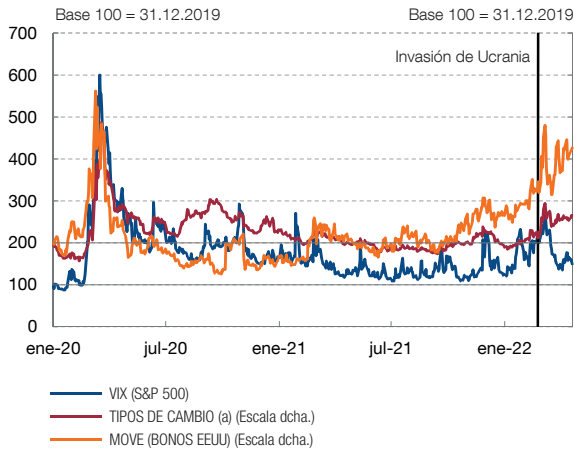
Las exposiciones comerciales y financieras directas de la economía y los bancos españoles con Rusia y Ucrania son muy reducidas, lo cual debe constituir un factor mitigante de los efectos directos iniciales de la crisis. No obstante, los efectos indirectos de la nueva perturbación, derivados del impacto sobre la incertidumbre, la inflación y la actividad económica, pueden ser significativos.

También hay que tener en cuenta que la crisis actual incide también de forma significativa sobre los riesgos operativos del sector financiero y otros sectores de actividad, ante el posible aumento de los ataques cibernéticos.

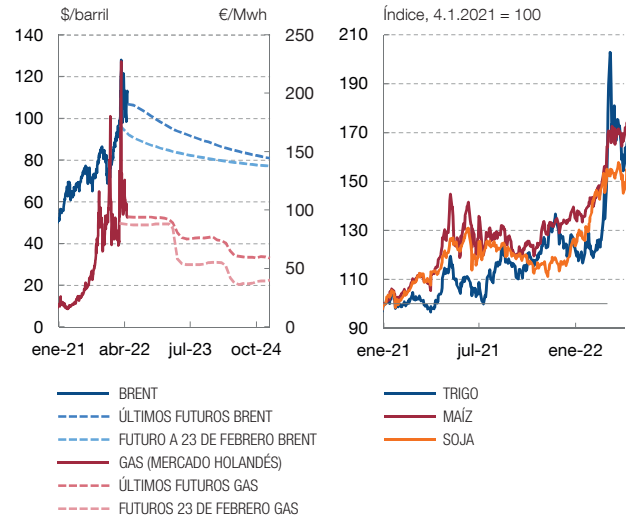
## R2 Riesgo de inflación más elevada y persistente

En el IEF de Otoño de 2021, se señalaba ya como un factor de riesgo al aumento de las tasas de inflación a nivel global, propiciado por factores como el repunte del precio de

### 3 VOLATILIDADES



### 4 PRECIO DEL PETRÓLEO, GAS NATURAL (IZQ.) Y BIENES AGRÍCOLAS (DER.)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

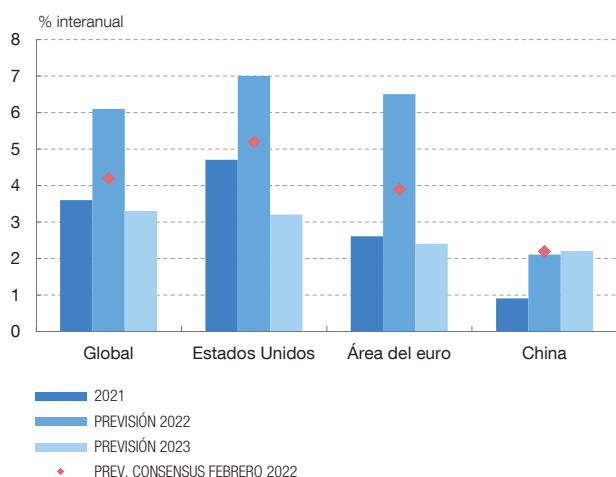
a Promedio de las volatilidades a tres meses de USD/EUR, USD/GBP y JPY/USD.

la energía y los alimentos, y las disrupciones en las cadenas globales de suministro. Desde entonces, el aumento de los niveles de precios registrado ha excedido las expectativas tanto en su magnitud como en su persistencia, incrementando el riesgo que representa para la actividad económica y el mantenimiento de condiciones financieras favorables. De hecho, los principales bancos centrales han comunicado su intención de adoptar una política monetaria menos acomodaticia para contener este repunte de la inflación. La combinación en el corto plazo de una inflación más elevada, que erosiona las rentas reales de hogares y empresas, y un aumento de los tipos de interés, podrían mermar la capacidad de pago de estos agentes.

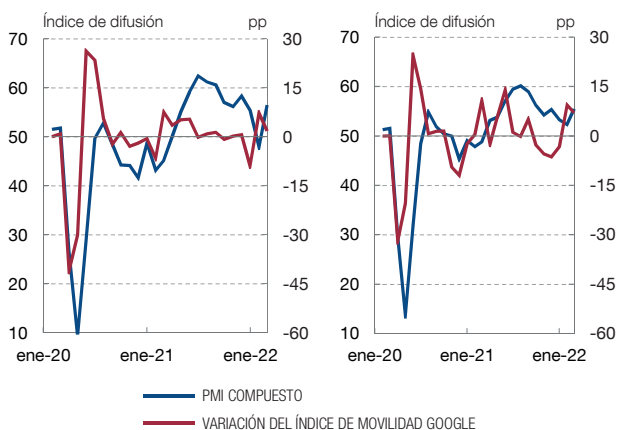
Por su influencia en las condiciones financieras globales, resulta particularmente relevante el esperado endurecimiento, comparativamente rápido e intenso, de la política monetaria de Estados Unidos, donde el repunte de la inflación ha sido muy significativo, y se ha trasladado en parte a las expectativas sobre la misma. Las presiones inflacionarias están siendo también particularmente elevadas en algunas economías emergentes, lo que ha llevado a sus bancos centrales a endurecer su política monetaria.

En el área del euro, la inflación ha repuntado de manera muy significativa pero en menor medida que en otras economías, en particular que en Estados Unidos (véase Gráfico 5), y las expectativas de medio plazo se mantienen ancladas en torno al objetivo del 2%. Estos desarrollos, junto con una recuperación de la crisis de la pandemia más lenta en Europa y un mayor impacto esperado de la invasión de Ucrania sobre la actividad en esta área geográfica, están permitiendo que el proceso de normalización de la política monetaria diseñado por el BCE, ya iniciado, tenga un carácter más gradual.

5 PREVISIONES DE INFLACIÓN (2021-2023)  
Consensus Forecast abril de 2022



6 IMPACTO DE LA PANDEMIA SOBRE LA MOVILIDAD EN ESPAÑA (IZDA.) Y EUROPA (DCHA.)



FUENTE: Banco de España.

No obstante, la invasión de Ucrania está suponiendo en el corto plazo un aumento significativo de la inflación y una moderación del crecimiento, haciendo mucho más compleja la toma de decisiones en el ámbito monetario. En particular, si bien la moderación de la actividad derivada del conflicto podría reducir las presiones inflacionistas en el medio plazo, la magnitud y persistencia del incremento de la inflación ya observado en el corto plazo, aumenta los riesgos de materialización de los efectos de segunda ronda sobre los salarios y sobre los márgenes empresariales.

### R3 Riesgos sobre la evolución de la pandemia

El progreso durante 2021 en el proceso de vacunación contra el coronavirus SARS-CoV-2 reforzó la confianza de los agentes económicos y facilitó la recuperación de la actividad. Sin embargo, la extensión de las variantes delta, en los trimestres centrales del año pasado, y ómicron, en la parte final del mismo, han contribuido a reducir de forma global el ritmo de esta recuperación. En el caso de España, el repunte de infecciones en los meses finales de 2021 y el inicio de 2022, habría perjudicado a la actividad y al empleo, pero su impacto habría sido menor que en olas anteriores, por la imposición de restricciones a la movilidad menos severas y también por el proceso de adaptación de los agentes a estas condiciones sanitarias adversas (véase Gráfico 6).

En cualquier caso, la pandemia ha contribuido a desajustar la oferta y la demanda de la economía en muchos países, y las políticas restrictivas de Covid-Cero impuestas en ciertas geografías, como es el caso de China, pueden suponer nuevas interrupciones de la actividad que prolonguen en el tiempo los cuellos de botella que siguen afectando a

las cadenas globales de valor. En este contexto, persiste la posibilidad de que surjan nuevas variantes, más dañinas y capaces de generar olas epidémicas adicionales con un impacto negativo en el crecimiento económico. Sin embargo, la experiencia acumulada en olas previas apuntaría a una mayor capacidad de la economía para resistir desarrollos epidémicos adversos. Por otra parte, algunas características estructurales de la economía española podrían aumentar el impacto relativo con respecto a otros países de una evolución desfavorable de la pandemia de COVID-19. En este sentido, serían relevantes el mayor peso en la actividad en relación a otros países europeos del sector servicios y, en particular, del turismo, así como la mayor importancia de las Pymes en el tejido productivo.

Las principales vulnerabilidades<sup>2</sup> de la economía y del sistema financiero español incluyen:

### **V1 Nivel elevado de endeudamiento público**

La ratio de deuda pública sobre PIB en España se redujo en 2021 en 1,6 puntos porcentuales (pp), si bien se sitúa en niveles muy elevados y aproximadamente 20 puntos de PIB por encima del nivel observado antes de la pandemia. Por su parte, el déficit público se redujo en 3,4 puntos de PIB en 2021 y alcanzó el 6,9% a finales del ejercicio.

La invasión rusa de Ucrania puede suponer una mayor presión sobre el gasto público, a corto plazo, para compensar el aumento transitorio de los precios de la energía y de los alimentos y para reducir la dependencia energética de exterior, acelerando la transición verde, que sería también potencialmente menos ordenada y más costosa, y, a medio y largo plazo, para atender a las nuevas necesidades de defensa militar europea.

El proceso de normalización de la política monetaria ha generado ya un incremento de más de 150 puntos básicos en los tipos de interés a 10 años de las nuevas emisiones de deuda pública española desde enero de 2021, si bien los costes medios han seguido reduciéndose, dado que la deuda que está venciendo en la actualidad fue emitida a tipos de interés superiores. Los plazos de vencimiento relativamente largos de la deuda soberana en España son también un factor mitigante del impacto inmediato de este endurecimiento de las condiciones financieras sobre la carga de intereses.

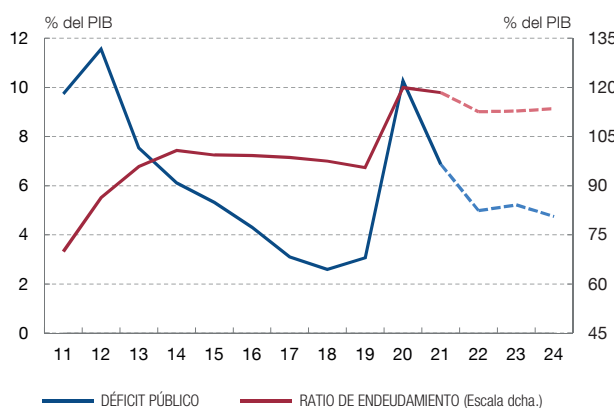
En todo caso, los elevados niveles de déficit y endeudamiento público hacen a la economía española vulnerable al deterioro de las condiciones de financiación y limita el espacio fiscal para reaccionar ante la materialización de nuevos riesgos (véase Gráfico 7). En particular, esta vulnerabilidad se puede hacer más evidente en un contexto

---

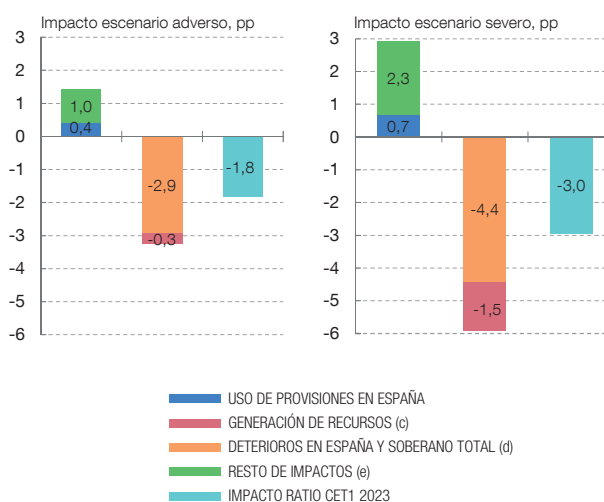
<sup>2</sup> En este Informe, las vulnerabilidades se definen como a aquellas condiciones económicas y financieras que incrementan el impacto o la probabilidad de materialización de los riesgos para la estabilidad financiera.



7 SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)



8 IMPACTO EN LA RATIO CET1 BANCARIA DE LA POTENCIAL MATERIALIZACIÓN DE RIESGOS IDENTIFICADOS TRAS EL INICIO DE LA GUERRA EN UCRANIA. NEGOCIO CONSOLIDADO (b)



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

- a Para 2022-2024 se toman las *Proyecciones macroeconómicas* del Banco de España publicadas el 5 de abril de 2022.
- b Los impactos se definen como las variaciones de la ratio de CET1 esperable en 2023 y de distintos flujos financieros en 2022-2023 (e. g., generación de recursos) que resultarían de la materialización de las variaciones negativas de las condiciones macro-financieras contempladas en los escenarios del Recuadro 1.3.
- c Esta variable incluye el margen de explotación en España y el resultado neto atribuible al negocio en el extranjero. Se trata así de comparar los posibles recursos generados en el conjunto del grupo bancario frente a las pérdidas por deterioro en España y en la cartera soberana a nivel consolidado, que son el foco de estos ejercicios.
- d Esta variable muestra la proyección durante 2022-2023 de la pérdida bruta por deterioro de la cartera crédito al sector privado en España y otro tipo de pérdidas (asociadas a la cartera de renta fija, a la gestión de los activos adjudicados y a la cartera de soberano).
- e El resto de impactos incluye, entre otros efectos, la variación de los APR entre 2022 y 2023 y el efecto de los avales del ICO.

de elevada incertidumbre como el actual, en el que se pueden producir episodios de aversión al riesgo asociados a deterioros adicionales de la situación geopolítica.

En este contexto, se hace necesario el diseño de un programa de consolidación fiscal a medio plazo que permita contener y reducir las vulnerabilidades asociadas al alto endeudamiento público, para su aplicación una vez la recuperación sea sólida. Este programa debería definir de forma detallada los plazos y medidas que serán necesarios para su consecución, poniendo especial énfasis en la composición del ajuste entre los ingresos y los gastos, que resultará clave para determinar su impacto sobre el crecimiento económico. Asimismo, las medidas de estímulo fiscal deben mantener un carácter selectivo y focalizarse en los agentes más vulnerables y afectados por el incremento de la incertidumbre y de los precios de las materias primas. Las reformas estructurales que mejoren el crecimiento potencial de la economía deben ser un complemento fundamental de esta estrategia.

## V2 Debilidad financiera de ciertos segmentos de hogares y empresas

En la segunda mitad de 2021 se produjo una recuperación adicional de las cifras de facturación y rentabilidad del sector empresarial, aunque se encuentran todavía por

debajo de sus niveles previos a la crisis del COVID-19 en los sectores más afectados por la misma. Por su parte, las condiciones de financiación se mantuvieron estables en niveles favorables, moderando los riesgos de liquidez y sosteniendo la situación financiera de este sector.

No obstante, debe tenerse en cuenta, en primer lugar, que un porcentaje elevado de los préstamos con garantía pública recibidos en 2020 ha continuado disfrutando de períodos de carencia. La finalización de la mayoría de estos períodos antes de verano de 2022, aumentará las cargas financieras del sector y, con ello, la posibilidad de que se materialicen los deterioros latentes en la cartera de préstamos bancarios, especialmente en los sectores más afectados por la pandemia. Asimismo, la evolución desfavorable de los precios de la energía y de otros *inputs* de producción observados en los últimos meses, podrían deteriorar la situación económico-financiera de las empresas, especialmente de aquellas a las que la crisis sanitaria ha dejado en una situación más vulnerable. La adopción de medidas para mitigar los efectos económicos del conflicto bélico en Ucrania, que incluyen nuevas líneas de avales públicos a préstamos y la extensión de los períodos de gracia en los sectores más afectados por la crisis actual, mitigarían el deterioro de la situación financiera de las empresas.

Con respecto a los hogares, el nivel de empleo efectivo actual supera ya los niveles pre-crisis y, de acuerdo con la información disponible hasta el tercer trimestre de 2021, la riqueza neta agregada ha aumentado desde el inicio de la pandemia, moderando la preocupación por su capacidad de hacer frente a sus obligaciones financieras.

Sin embargo, el número de horas trabajadas y el nivel medio de renta bruta disponible continúa todavía por debajo de los niveles pre-pandemia. Igualmente, los hogares más vinculados al empleo en sectores más afectados por la crisis sanitaria y aquellos de menor renta, continúan en una situación de mayor vulnerabilidad. Asimismo, los efectos sobre la actividad económica y el empleo de la elevada inflación y el potencial aumento de los costes de financiación podrían frenar la corrección de las vulnerabilidades observadas en la situación financiera de los hogares.

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

Los resultados del sector bancario para el conjunto de 2021 han confirmado la recuperación de los niveles de rentabilidad pre-crisis observada en los datos del primer semestre del año pasado. La ausencia de pérdidas extraordinarias negativas como las que se registraron en 2020, el crecimiento de los ingresos netos por comisiones, y la reducción de las dotaciones por deterioros financieros han contribuido a esta recuperación. Igualmente, se ha confirmado la contribución

positiva, y superior a la estimada al inicio de la pandemia, del negocio en el extranjero, a pesar de la alta incidencia del COVID-19 en algunas geografías clave para las entidades españolas.

Sin embargo, todavía existen deterioros latentes en las carteras de crédito que podrían materializarse en los próximos trimestres. Además, el posible empeoramiento del entorno macrofinanciero global por el incremento de las tensiones geopolíticas y el repunte de las tensiones inflacionistas podría incrementar el coste en términos de dotaciones de estos deterioros, elevando los riesgos sobre la rentabilidad del sector bancario. Asimismo, la prolongación del entorno de elevada incertidumbre actual podría encarecer su financiación.

En este contexto las entidades deberán mantener una elevada prudencia, con un reconocimiento adecuado y temprano de los riesgos asociados, a fin de preservar la confianza en el sector y de facilitar el mantenimiento del flujo de crédito a la economía.

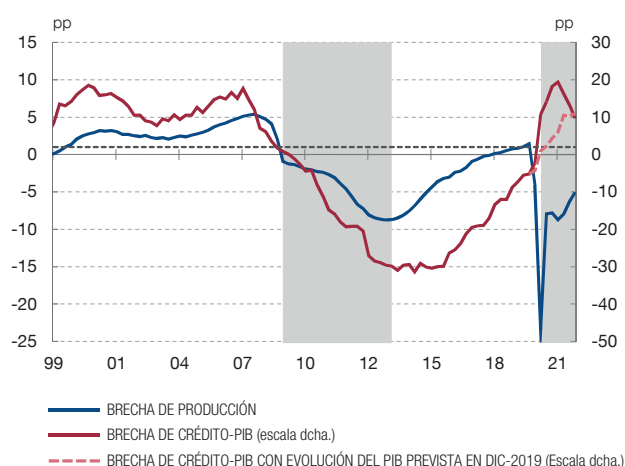
Las pruebas de resistencia realizadas por el Banco de España ante potenciales escenarios de tensión derivados de la crisis actual muestran que la solvencia agregada del sector se mantendría en niveles adecuados (véase Gráfico 8), con un impacto heterogéneo entre entidades.

Por otra parte, como se ha venido señalando en IEFs previos, la evolución reciente confirma la necesidad de abordar los desafíos estructurales que ya existían en el sector bancario y en otros segmentos del sistema financiero. En particular, la creciente competencia de empresas tecnológicas y auge de los criptoactivos (véase el capítulo especial de este informe), el incremento de los ciberriesgos, agravado ahora por la tensión geopolítica, y los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

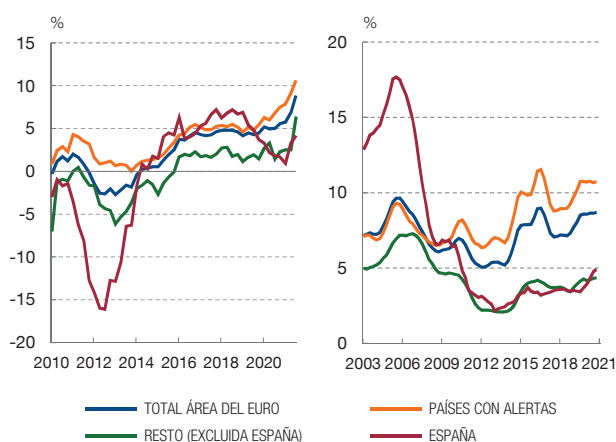
### **Orientación de la política macroprudencial**

Desde la perspectiva de la política macroprudencial, el incremento de la incertidumbre mencionado y la ausencia de señales de acumulación de desequilibrios financieros sistémicos en España aconsejan mantener en la actualidad una orientación relajada. La brecha de producción continúa en terreno negativo, indicadores clave de desequilibrios financieros, como la brecha de crédito-PIB, todavía se ven condicionados por el abrupto descenso del producto en nuestro país en 2020 (véase Gráfico 9), y el crecimiento del conjunto del crédito bancario se mantiene moderado, con lo que el nivel de esta ratio no puede ser interpretado como una señal de acumulación de riesgos. De cara al futuro, se prevé una mejora progresiva de las brechas de producción y una reducción de la brecha de crédito, si bien existen riesgos a la baja sobre la actividad derivados del efecto del

9 BRECHA DE CRÉDITO-PIB Y BRECHA DE PRODUCCIÓN (a) (b)



10 TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA (b) (IZQ.) Y RATIO SALDO DE CRÉDITO HIPOTECARIO NUEVO / PIB (c) (DCHA.)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las áreas sombreadas en gris muestran los dos períodos de las crisis financieras identificadas en España desde 2009. Estos corresponden a un período de crisis sistémica bancaria (del I TR 2009 al IV TR 2013) y a la crisis provocada por la pandemia del COVID-19 (del I TR 2020 al IV TR 2021). La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes del año 2010. Véase P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia de largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase J. E. Galán (2019), *Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited*, Documentos Ocasionales, n.º 1906, Banco de España. Datos disponibles hasta diciembre de 2021. La línea punteada representa una brecha de crédito-PIB contrafactual, construida con las previsiones del PIB del Banco de España de diciembre de 2019 para los dos años siguientes.
- b El peso de los países en los distintos grupos viene determinado por su PIB.
- c La ratio de crédito hipotecario nuevo sobre PIB de cada grupo se calcula como el cociente del crédito hipotecario nuevo para el conjunto de países que componen cada grupo (acumulado de doce meses) sobre el PIB a precios corrientes para ese grupo de países (acumulado de doce meses).

conflicto bélico. En este contexto de elevada incertidumbre, se debe evitar una activación prematura de medidas macroprudenciales.

En todo caso, si los valores elevados de la brecha de crédito-PIB persistieran en un entorno en el que la actividad económica se normaliza, o se produjeran señales claras de crecimiento excesivo del crédito en ciertos segmentos, esto señalaría la necesidad de una política macroprudencial más activa, que proporcione incentivos adecuados para acumular recursos adicionales de absorción de pérdidas.

La política macroprudencial se ha endurecido en más países europeos desde la publicación del último IEF, como consecuencia sobre todo de la presencia de señales de alarma en sus mercados inmobiliarios. Los precios de la vivienda están aumentando, para el conjunto del área del euro, a su ritmo más rápido desde 2005, y en algunos países existen indicios de que estos se sitúan por encima de su valor de equilibrio de largo plazo, al tiempo que los estándares de los préstamos hipotecarios se están deteriorando. En España, los precios de la vivienda han aumentado de manera importante en 2021, y hemos observado en los últimos años

una reversión de la corrección producida tras la crisis financiera global. Sin embargo, aquellos se encuentran cerca de sus valores de equilibrio de largo plazo, sin que, por tanto, existan todavía señales claras de sobrevaloración. No obstante, debemos mantener un seguimiento cercano de la evolución de este mercado y del crédito asociado, con el fin de detectar de manera temprana desequilibrios relevantes en los precios o deterioros de la calidad crediticia que requieran actuar con antelación a la materialización de riesgos. Debemos, en suma, permanecer vigilantes ante la evolución del mercado inmobiliario español.

### **Una reflexión final sobre el proceso de integración europea**

Finalmente, hay que subrayar que, como ya sucedió durante la crisis de la pandemia, la guerra ha hecho que Europa cobre conciencia de la necesidad de acelerar su integración. Y un elemento clave de esa integración se encuentra en el ámbito financiero. Las emisiones de bonos paneuropeos destinados a financiar el NGEU, junto con las que pudieran llegar a realizarse como parte de la respuesta a la invasión de Ucrania, son un paso importante en la creación de un activo seguro europeo y en los avances hacia una unión fiscal, que exigiría la creación de un estabilizador fiscal europeo de carácter permanente. Además, un mayor grado de integración de los mercados de capitales del área del euro favorecería un aumento del grado de compartición de riesgos ante perturbaciones asimétricas. Y ese refuerzo de la arquitectura institucional de la eurozona se vería enormemente fortalecido con la constitución de un mecanismo europeo de garantía de depósitos y con el establecimiento de un marco común para la resolución de las crisis sistémicas.

