

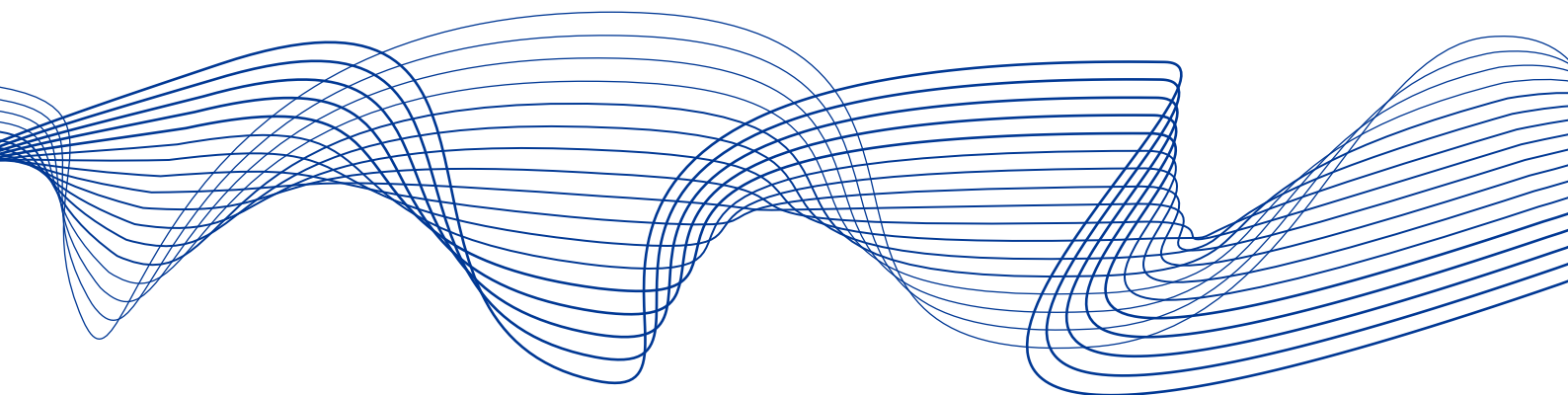


**JERS**

Junta Europea de Riesgo Sistémico

Sistema Europeo de Supervisión Financiera

## **JERS — Informe Anual 2025**



# Índice

|                                                                                                                                                    |           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Prólogo</b>                                                                                                                                     | <b>3</b>  |
| <b>Resumen ejecutivo</b>                                                                                                                           | <b>5</b>  |
| <b>1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE</b>                                                                                    | <b>9</b>  |
| 1.1 Evaluación global de los riesgos                                                                                                               | 9         |
| 1.2 Principales riesgos para la estabilidad financiera                                                                                             | 12        |
| <b>Recuadro 1</b> Evolución de las valoraciones bursátiles en Estados Unidos y en la UE                                                            | 14        |
| <b>Recuadro 2</b> El informe del BCE y la JERS sobre los riesgos derivados de la fragmentación geoeconómica                                        | 27        |
| 1.3 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos                                                                                  | 29        |
| <b>Recuadro 3</b> Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria                                             | 31        |
| <b>Recuadro 4</b> Seguimiento de los riesgos en el mercado de titulizaciones de la UE                                                              | 33        |
| <b>Recuadro 5</b> Informe sobre inteligencia artificial y riesgo sistémico                                                                         | 33        |
| <b>2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico</b>                                                                                     | <b>36</b> |
| 2.1 Iniciativas para abordar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos en el sistema financiero                                                 | 37        |
| <b>Recuadro 6</b> Vínculos entre las entidades de crédito y el sector de intermediación financiera no bancaria                                     | 39        |
| 2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio                                                                                                          | 41        |
| <b>Recuadro 7</b> Recomendación de la JERS sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países                   | 45        |
| <b>Recuadro 8</b> La participación de la JERS en el Mecanismo de Seguimiento Conjunto                                                              | 47        |
| <b>Recuadro 9</b> Abordar los riesgos del crédito al sector inmobiliario comercial con medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios | 50        |
| <b>3 Análisis de las medidas nacionales</b>                                                                                                        | <b>53</b> |
| 3.1 Descripción de las medidas nacionales                                                                                                          | 54        |

|          |                                                                                                                                                                    |           |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.2      | Colchón de capital anticíclico                                                                                                                                     | 57        |
| 3.3      | Colchón contra riesgos sistémicos                                                                                                                                  | 60        |
| 3.4      | Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)                                                                                                    | 61        |
| 3.5      | Medidas de ponderación de riesgo                                                                                                                                   | 62        |
| 3.6      | Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios                                                                                                        | 63        |
| 3.7      | Otras medidas                                                                                                                                                      | 65        |
| 3.8      | Reciprocidad                                                                                                                                                       | 66        |
| <b>4</b> | <b>Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas</b>                                                                                                      | <b>68</b> |
| 4.1      | Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS                                                                                                      | 68        |
| 4.2      | Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales                                                                                 | 70        |
|          | <b>Recuadro 10</b> Prioridades estratégicas de la JERS: la respuesta de junio de 2025 de la Junta General a las recomendaciones del Grupo de trabajo de alto nivel | 72        |
| 4.3      | Estructura organizativa de la JERS                                                                                                                                 | 73        |
| 4.4      | Actos públicos de la JERS                                                                                                                                          | 74        |
|          | <b>Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2025 y el 31 de marzo de 2026</b>                                                | <b>76</b> |
|          | Documentos de Trabajo                                                                                                                                              | 76        |
|          | Documentos Ocasionales                                                                                                                                             | 76        |
|          | Informes de la JERS                                                                                                                                                | 76        |
|          | <i>Risk dashboards</i>                                                                                                                                             | 77        |
|          | Pruebas de resistencia                                                                                                                                             | 77        |
|          | Dictámenes                                                                                                                                                         | 78        |
|          | Informes del Comité Científico Consultivo                                                                                                                          | 78        |
|          | Informes de cumplimiento                                                                                                                                           | 78        |
|          | Recomendaciones                                                                                                                                                    | 79        |
|          | Respuestas y cartas                                                                                                                                                | 80        |

# Prólogo



**Me complace presentar el 15.º Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2025 y el 31 de marzo de 2026.** La JERS tiene la obligación legal de elaborar este informe en aras de la transparencia y de la rendición de cuentas. En él se demuestra cómo ha cumplido la institución su mandato, que consiste en identificar y mitigar los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera en la Unión Europea (UE) y en informar de sus actividades al Parlamento Europeo, al Consejo de la Unión Europea y al público en general.

**El entorno internacional fue de extraordinaria incertidumbre en el período analizado.** Las tensiones geopolíticas, las nuevas fricciones comerciales y la elevada incertidumbre sobre las medidas de política continuaron determinando las condiciones macrofinancieras en la UE. Sin embargo, la economía europea y su sistema financiero mostraron capacidad de resistencia frente a estos retos. Es fundamental preservar esta resiliencia, dado que los riesgos para la estabilidad financiera permanecen en niveles altos. La JERS se centró en dos factores principales que podrían comprometer significativamente la capacidad de resistencia, a saber: el riesgo macroeconómico y el riesgo de mercado.

**El seguimiento que se hizo del informe del Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS fue un hito clave durante el período analizado.** En junio de 2025, la Junta General de la JERS acordó avanzar hacia una evaluación más holística de los riesgos y vulnerabilidades y promover un enfoque sistémico de política macroprudencial. Esto significa centrarse tanto en las propias entidades como en las actividades que son esenciales para la estabilidad financiera. Este cambio de enfoque incluye la capacidad de desarrollar pruebas de resistencia *top-down* sistémicas y la integración del análisis de la orientación macroprudencial en las evaluaciones periódicas de la JERS.

**La JERS publicó un informe sobre los criptoactivos y las finanzas descentralizadas y sus implicaciones para la estabilidad financiera. También adoptó una Recomendación sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países.** Este tipo de sistemas presenta vulnerabilidades inherentes y genera riesgos claros para la estabilidad financiera en la UE. Por tanto, es importante que todas las autoridades pertinentes (como la Comisión Europea, las Autoridades Europeas de Supervisión y las autoridades supervisoras nacionales) emprendan actuaciones en respuesta a esta nueva recomendación de la JERS.

**La JERS adopta un enfoque intersectorial y del conjunto de la UE en sus análisis de los riesgos para la estabilidad financiera, como se ilustra en otros informes de la JERS publicados durante el período analizado.** El informe «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025» ofrece una evaluación exhaustiva a escala de todo el sistema de las vulnerabilidades del sector de fondos de inversión, que apunta a un apalancamiento elevado, un riesgo de liquidez persistente y crecientes interconexiones. En dos informes de la JERS preparados

conjuntamente con el BCE —uno sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los vínculos entre las entidades de crédito y el sector de la intermediación financiera no bancaria, y otro sobre los riesgos derivados de la fragmentación geoeconómica— se examina cómo las perturbaciones pueden propagarse entre sectores y países, y cómo los acontecimientos geopolíticos, la incertidumbre sobre las políticas económicas y la fragmentación pueden amplificar el riesgo sistémico. Además, el informe del Comité Científico Consultivo sobre inteligencia artificial y riesgo sistémico ofrece información prospectiva sobre cómo el cambio tecnológico podría acentuar las vulnerabilidades existentes o crear nuevas fuentes de riesgo sistémico.

**La labor de la JERS se basa en el compromiso y la experiencia de muchas personas de las instituciones miembros, los órganos consultivos y la Secretaría de la JERS.** Me gustaría dar las gracias a los numerosos integrantes de la comunidad de la JERS por sus contribuciones. También quiero expresar mi sincero agradecimiento, y ofrecer mi más cordial despedida, a Pablo Hernández de Cos por su papel como presidente del Comité Técnico Consultivo. Asimismo, deseo agradecer a Mário Centeno, gobernador del Banco de Portugal, y a José Manuel Campa, presidente de la Autoridad Bancaria Europea, su contribución a los trabajos de la Junta General y del Comité Director. Por último, quiero expresar mi gratitud a Klaas Knot, presidente del De Nederlandsche Bank, por su inestimable apoyo y compromiso como miembro de la Junta General.

**Christine Lagarde**

Presidenta de la Junta Europea de Riesgo Sistémico

# Resumen ejecutivo

El período analizado en este Informe Anual comenzó el 1 de abril de 2025 y terminó el 31 de marzo de 2026.

**Durante este período, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) llevó a cabo sus actividades periódicas de identificación y evaluación de las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera.**

**Los riesgos para la estabilidad financiera en la UE continuaron siendo elevados a lo largo de 2025 y a principios de 2026, pero el sistema financiero en su conjunto mostró capacidad de resistencia.** Durante el período considerado, el panorama de estabilidad financiera en la UE estuvo determinado por un entorno exterior de enorme incertidumbre, en el que las fricciones comerciales y las tensiones geopolíticas afectaron negativamente a los mercados financieros y a la economía. Aunque la resolución de algunos conflictos comerciales y la celebración de nuevos acuerdos comerciales contribuyeron a reducir la incertidumbre sobre las políticas en la segunda mitad de 2025, el reavivamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo a principios de 2026 acentuó los riesgos a la baja para el crecimiento económico. Pese a los factores globales adversos, las condiciones económicas y financieras en la UE siguieron siendo bastante sólidas en general. Esto respaldó los balances de los hogares y las empresas a nivel agregado y se tradujo en pérdidas crediticias limitadas para un sistema bancario bien capitalizado y rentable. Las entidades financieras no bancarias pudieron absorber la volatilidad de los mercados, y las principales infraestructuras financieras continuaron funcionando correctamente, incluso ante el aumento de los riesgos cibernéticos y geopolíticos. No obstante, aunque esta capacidad de resistencia del sistema financiero pone de relieve los beneficios del fortalecimiento de los marcos regulatorios tras la crisis, sigue siendo esencial realizar un estrecho seguimiento de la concentración de exposiciones (por ejemplo, a sectores, categorías de activos y mercados de financiación específicos), de los riesgos de mercado y de liquidez, y de la posibilidad de que se produzcan cambios repentinos en el apetito de riesgo.

**De cara al futuro, varios escenarios adversos podrían comprometer la estabilidad financiera amplificando las vulnerabilidades existentes.** La escalada de los conflictos en Oriente Próximo o el deterioro de la percepción de riesgos a escala global podrían desencadenar correcciones fuertes y desordenadas en los mercados, que podrían transmitirse a la economía real a través de un debilitamiento de la confianza y de un aumento de los costes de financiación. Las presiones derivadas del encarecimiento de las materias primas y de la incipiente fragmentación de las cadenas de suministro hacia el final del período analizado volvieron a poner de manifiesto la sensibilidad del sistema financiero a perturbaciones globales y el riesgo de correcciones bruscas de los precios en los mercados financieros y de las expectativas de inflación. Las entidades financieras podrían experimentar mayores restricciones de financiación y de liquidez, debido en parte a la posibilidad de revisiones adicionales de los tipos de interés, así como a

los efectos de desbordamiento entre países y sectores. Al mismo tiempo, las débiles perspectivas de crecimiento a medio plazo, la elevada deuda pública en algunos Estados miembros de la UE y el incremento del gasto relacionado con la seguridad están limitando el espacio fiscal y agravando las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Además, los ciberriesgos podrían alterar significativamente las infraestructuras financieras críticas y la continuidad operativa. Los riesgos para las perspectivas macrofinancieras están estrechamente relacionados con las vulnerabilidades del sector financiero, y podrían reforzarse mutuamente y aumentar el riesgo sistémico global.

**En 2025, la JERS mantuvo el seguimiento sobre los riesgos derivados del sector de intermediación financiera no bancaria (IFNB).** El informe «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025» puso de relieve el aumento de las vulnerabilidades cíclicas y estructurales, la persistencia del riesgo de liquidez sistémica, el elevado apalancamiento y las interconexiones en algunas partes del sector de IFNB, la creciente concentración de exposiciones y los vínculos transfronterizos<sup>1</sup>. Estos aspectos se identificaron a través de análisis exhaustivos de las interdependencias entre los mercados financieros privados y el sector bancario, el apalancamiento de los fondos de inversión libre (*hedge funds*), los fondos de inversión inmobiliaria y las instituciones financieras de ámbito limitado, así como a través de trabajos monográficos sobre los episodios recientes de tensiones en los mercados, las reformas de los sistemas de pensiones y las titulizaciones sintéticas.

**Ese mismo año, la JERS siguió desarrollando sus herramientas para las pruebas de resistencia del conjunto del sistema financiero.** Proporcionó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) escenarios adversos para las pruebas de resistencia sectoriales, a saber, las directrices para las pruebas de resistencia de los fondos del mercado monetario de 2025 y las pruebas de resistencia de las entidades de contrapartida central de 2026. Estos escenarios adversos capturan los riesgos de cola derivados del aumento de las tensiones geopolíticas, las perturbaciones en los precios de las materias primas y la inflación, las correcciones abruptas de los precios de los activos y las tensiones de liquidez asociadas. En paralelo, la JERS también decidió desarrollar una herramienta de pruebas de resistencia *top-down* para el sistema financiero de la UE, ampliando el modelo ISA (Interconnected System-wide stress test Analytics) del BCE. Esta herramienta se utilizará para evaluar los mecanismos de amplificación tanto dentro de los sectores como entre ellos en escenarios comunes y para apoyar evaluaciones más frecuentes y flexibles de los riesgos sistémicos.

**La JERS también continuó trabajando en importantes temas de política intersectorial y transfronteriza.** En junio de 2025, la Junta General subrayó la importancia de adoptar una perspectiva sistémica para cumplir el mandato encomendado a la JERS de ocuparse de la supervisión macroprudencial del

---

<sup>1</sup> Véase JERS, «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025», n.º 10, JERS, septiembre de 2025.

sistema financiero de la UE y, de este modo, contribuir a la prevención o la mitigación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera<sup>2, 3</sup>.

**Uno de los objetivos de la JERS es contribuir a abordar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos que afectan al sistema financiero europeo en su conjunto.** A tal fin, la JERS siguió participando activamente en dos grupos paneuropeos creados para hacer frente a las vulnerabilidades cibernéticas que podrían afectar al sistema financiero. También mejoró y perfeccionó su modelo de crecimiento en riesgo, que forma parte de su conjunto de herramientas para evaluar la orientación macroprudencial de sus miembros.

**En consonancia con la aplicación del enfoque basado en las actividades a su labor, la JERS también trabajó en una variedad de temas durante el período analizado con el fin de reforzar el marco regulatorio, adoptando una perspectiva sistémica o sectorial, según el caso.** En lo que respecta a los temas de titulizaciones y criptoactivos, puso de relieve su preocupación por la propuesta de la Comisión Europea de permitir a las empresas de (rea)seguros que proporcionen garantías personales en el marco para la titulización sintética simple, transparente y normalizada. También emitió una recomendación sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países y pidió a la Comisión que no considere que esos sistemas están permitidos conforme al marco actual del Reglamento MiCA<sup>4</sup>, o, si no, que desarrolle las salvaguardias adecuadas para mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de ellos. En relación con el tema de la compensación centralizada, la JERS respondió a dos consultas de la ESMA. En la primera, sobre los umbrales de compensación, apoyó el enfoque general de la ESMA con respecto a la recalibración de los umbrales de compensación y valoró positivamente el enfoque estructurado y basado en datos que sustenta la consulta. En la segunda, sobre los requisitos de transparencia de los márgenes, respaldó la mejora de la transparencia en toda la cadena de compensación. Además, la JERS prestó asesoramiento a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) en relación con las directrices sobre las facultades de supervisión para subsanar las vulnerabilidades en materia de liquidez. Por último, analizó la posibilidad de establecer medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios para el mercado inmobiliario comercial a través de tres instrumentos posibles, a saber: i) una medida relacionada con los ingresos a nivel de empresa destinada a capturar la capacidad de un prestatario para atender el pago de la deuda; ii) una medida relacionada con la financiación a nivel de empresa que podría limitar el apalancamiento excesivo, y iii) una medida relacionada con las garantías que podría

<sup>2</sup> Para más información sobre la perspectiva sistémica, véase el recuadro 10.

<sup>3</sup> Para información sobre el mandato de la JERS, véase el Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2020, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331 de 15.12.2010, p. 1).

<sup>4</sup> Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937 (DO L 150 de 9.6.2023, p. 40).

adoptar la forma de límites a la ratio de principal del préstamo sobre el valor de la garantía (LTV)<sup>5</sup>.

**La JERS continuó desempeñando una función de vigilancia en la evaluación de las medidas macroprudenciales adoptadas por las autoridades nacionales, en algunos casos expresando su opinión sobre su uso o sobre la reciprocidad.** En el sector bancario, en general, las medidas basadas en el capital dieron lugar a un endurecimiento de la orientación de las políticas macroprudenciales en varios países del Espacio Económico Europeo, impulsado, en particular, por el aumento de los porcentajes del colchón de capital anticíclico. En el caso de otras medidas, el panorama es más dispar, ya que unos países han relajado su orientación macroprudencial y otros la han endurecido. También se aplicaron varias medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, aunque sin constatar una dirección concreta hacia el endurecimiento o la relajación de la orientación de dichas políticas. Si se consideran los requerimientos de colchones de capital en todo el Espacio Económico Europeo, los colchones contra riesgos sistémicos han disminuido en general desde la pandemia de COVID-19, pero esta disminución se ha visto compensada en su mayor parte por la acumulación de colchones de capital anticíclicos de magnitud similar en términos agregados.

**La JERS cumplió con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información ante el Parlamento Europeo y el público en general.** La presidenta de la JERS intervino en una audiencia pública ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo el 3 de diciembre de 2025 y participó en dos reuniones a puerta cerrada con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión, con el fin de analizar los riesgos para la estabilidad financiera. Además, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS se dirigieron al Parlamento Europeo en tres audiencias públicas temáticas durante el período analizado. En lo que respecta a su obligación de rendir cuentas al público, la JERS publicó su Informe Anual de 2024 en julio de 2025.

---

<sup>5</sup> Para más información, véase JERS, «Addressing commercial real estate lending risks with borrower-based measures», *Occasional Paper Series*, n.º 29, JERS, febrero de 2026.

# 1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE

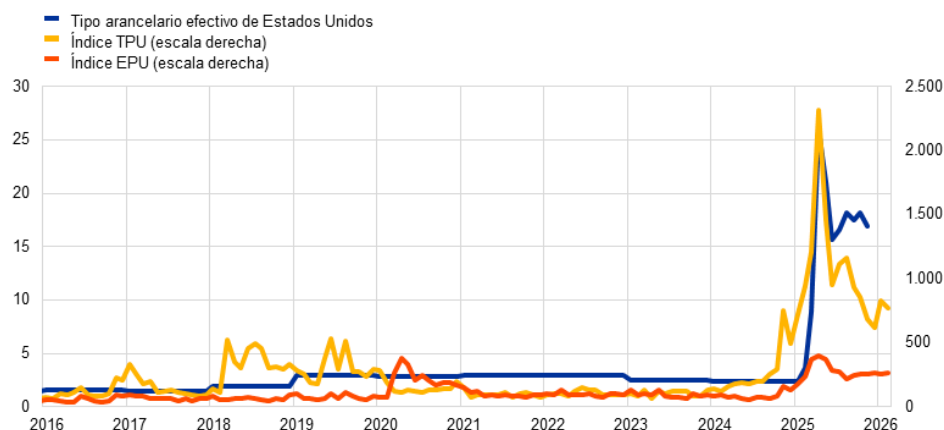
## 1.1 Evaluación global de los riesgos

**Los riesgos para la estabilidad financiera continuaron siendo elevados a lo largo de 2025 y a principios de 2026, con un entorno exterior de enorme incertidumbre.** El panorama de estabilidad financiera global se vio afectado por la mayor incertidumbre comercial y geopolítica durante el período analizado (gráfico 1). En abril de 2025, la Administración de Estados Unidos anunció planes para subir los aranceles a la mayoría de sus socios comerciales, incluida la UE. En julio de 2025 se alcanzó un acuerdo que limitó a un máximo los aranceles efectivos impuestos a la mayoría de las exportaciones de la UE, lo que contribuyó a reducir notablemente la incertidumbre de política comercial. En los meses siguientes, la UE también firmó una serie de acuerdos comerciales con socios clave, como Australia, la India y Mercosur. A pesar de esta mejora, las tensiones geopolíticas en las que se veían involucradas grandes potencias regionales y mundiales, como la invasión de Ucrania por parte de Rusia y los conflictos en Oriente Próximo, siguieron afectando negativamente a la estabilidad financiera en toda la UE. La escalada de las tensiones en Oriente Próximo a principios de 2026 dio lugar a un fuerte repunte de los precios del petróleo y del gas, a nuevas preocupaciones sobre la fragmentación de las cadenas de valor y a un aumento de las expectativas de inflación en los mercados principales. Pese a estos factores externos adversos, los agentes de mercado de la UE mantuvieron un gran apetito de riesgo a lo largo de 2025, como se reflejó en las subidas de las cotizaciones bursátiles y en los reducidos diferenciales de los bonos corporativos. La economía también conservó su capacidad de resistencia, y el PIB real de la UE creció a un ritmo del 1,5 % en 2025, sustentado por la solidez del consumo privado, el gasto público y la inversión.

### Gráfico 1

Tipo arancelario efectivo aplicado a las importaciones estadounidenses e indicadores de incertidumbre comercial

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: Índice 2021 = 100)



Fuentes: The Budget Lab de la Universidad de Yale y base de datos de fragmentación geoeconómica de la JERS y el BCE. Notas: «Índice TPU» es el índice de incertidumbre comercial, e «Índice EPU», el índice de incertidumbre sobre las políticas económicas. El tipo arancelario efectivo de Estados Unidos son los ingresos por derechos de aduana en porcentaje del valor de los bienes importados.

**Los hogares, las sociedades no financieras y el sector financiero de toda la UE mostraron capacidad de resistencia.** El reducido nivel de desempleo, las condiciones de financiación más holgadas y la recuperación cíclica del mercado inmobiliario respaldaron los balances de los hogares. Las sociedades no financieras demostraron su robustez en 2025, evidenciada por una rentabilidad generalmente estable y unos balances fuertes, aunque algunos segmentos, como el de empresas muy dependientes de las exportaciones y el de empresas de menor tamaño con mayor sensibilidad cíclica, tuvieron que afrontar tensiones mayores. Las entidades de crédito europeas mantuvieron su fortaleza en términos de rentabilidad, adecuación del capital y liquidez, pese a los factores macroeconómicos adversos y al cambio en la dinámica de los tipos de interés. El riesgo de crédito permaneció contenido, pero localizado, por lo que fue necesario seguir sometiendo a prueba las carteras de los prestamistas para detectar vulnerabilidades relacionadas con los riesgos macroeconómicos y de crédito. Además de las entidades de crédito, el sector financiero no bancario de la UE también demostró su capacidad de resistencia. Los fondos de inversión absorbieron las perturbaciones en los mercados sin registrar salidas importantes, mientras que las empresas de seguros mantuvieron una elevada solvencia y rentabilidad, pese a las incertidumbres geopolíticas. Las infraestructuras de mercado funcionaron correctamente a pesar del aumento de los riesgos cibernéticos y geopolíticos, gracias a que los miembros están mejor preparados y a las herramientas para combatir la prociclicidad; sin embargo, la concentración de exposiciones en derivados y el riesgo de una reversión repentina de posiciones requieren un seguimiento estrecho.

**En marzo de 2026, la JERS señaló algunos riesgos importantes para la estabilidad financiera de la UE.** Los mercados financieros siguen siendo vulnerables a correcciones fuertes y desordenadas. Las valoraciones de muchos activos de riesgo aumentaron de forma sostenida durante el período analizado,

mientras que el creciente optimismo sobre la inteligencia artificial (IA) impulsó las acciones tecnológicas e incrementó la concentración del mercado. Los reveses en el ámbito de la IA o los cambios de las expectativas de los mercados (posiblemente impulsados por perturbaciones geopolíticas o macroeconómicas) podrían dar lugar a correcciones generalizadas en todas las categorías de activos, que podrían verse amplificadas por espirales adversas en el sector financiero no bancario. Pueden aparecer varios escenarios adversos en el horizonte de riesgos a tres años. La prolongación o extensión de la guerra en Oriente Próximo podría mantener los precios de la energía en niveles elevados, erosionar las rentas, minar la confianza y desincentivar la inversión y el consumo. El deterioro del sentimiento de los mercados financieros mundiales o el aumento de las fricciones comerciales podrían lastrar aún más la demanda, causar interrupciones en las cadenas de suministro y debilitar la actividad. Además, las entidades financieras pueden tener que hacer frente a un incremento de los riesgos de liquidez, de financiación y de tipo de interés, así como a mayores efectos de desbordamiento (*spillovers*) derivados de las perturbaciones externas. Al mismo tiempo, las débiles perspectivas de crecimiento a medio plazo, el alto nivel de deuda pública y los crecientes gastos relacionados con la seguridad están creando un entorno industrial y fiscal más complejo. Reforzar la competitividad de la UE y asegurar la inversión a gran escala continúan siendo prioridades esenciales. Los ciberincidentes o los ataques híbridos también pueden causar fallos operativos generalizados que debilitan la estabilidad del sector financiero y las infraestructuras, deterioran la confianza del mercado y tienen repercusiones significativas en la economía real y la sociedad. Estos riesgos y vulnerabilidades pueden interactuar y reforzarse mutuamente. El conjunto completo de riesgos se presenta en la figura 1 y se analiza con más detalle a continuación.

**Figura 1**  
Evaluación de riesgos de la JERS a marzo de 2026

| Riesgos sistémicos               |                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1                                |                                                                                                        | <b>Riesgo de mercado</b><br>Correcciones fuertes y desordenadas en los mercados, posiblemente amplificadas por el sector financiero no bancario                      |
| 2                                |                                                                                                        | <b>Riesgo macroeconómico/de crédito</b><br>Tensiones en los balances del sector privado, sobre todo de las sociedades no financieras                                 |
| 3                                |                                                                                                        | <b>Riesgo soberano</b><br>Tensiones en los mercados de deuda soberana debido a la reaparición de dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana                  |
| 4                                |                                                                                                        | <b>Riesgo del sector bancario</b><br>Deterioro de la calidad de los activos y materialización de los riesgos de financiación/liquidez en el sector bancario de la UE |
| 5                                |                                                                                                        | <b>Riesgo inmobiliario</b><br>Materialización de las vulnerabilidades en el sector inmobiliario, en particular en el sector inmobiliario comercial                   |
| 6                                |                                                                                                       | <b>Riesgo de infraestructuras de mercado</b><br>Disrupciones en infraestructuras financieras críticas, incluidas las entidades de contrapartida central              |
| Riesgos sistémicos transversales |                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                      |
| 1                                | <b>Riesgo geopolítico</b><br>Las tensiones geopolíticas aumentan o generan riesgos para la estabilidad financiera a través de los canales financiero, de la economía real y operacional |                                                                                                                                                                      |
| 2                                | <b>Ciberriesgo</b><br>Los ciberincidentes en todo el sistema causan disrupciones en Infraestructuras críticas, mercados y/o entidades                                                   |                                                                                                                                                                      |
| 3                                | <b>Riesgo climático</b><br>Riesgos para la estabilidad financiera derivados de las exposiciones de la economía real y del sistema financiero al cambio climático                        |                                                                                                                                                                      |

Nota: El color rojo señala riesgo sistémico grave; el naranja, riesgo sistémico elevado, y el amarillo, riesgo sistémico.

## 1.2 Principales riesgos para la estabilidad financiera

### 1.2.1 Riesgos sistémicos graves

**Riesgo 1. Correcciones fuertes y desordenadas en los mercados, posiblemente amplificadas por el sector financiero no bancario**

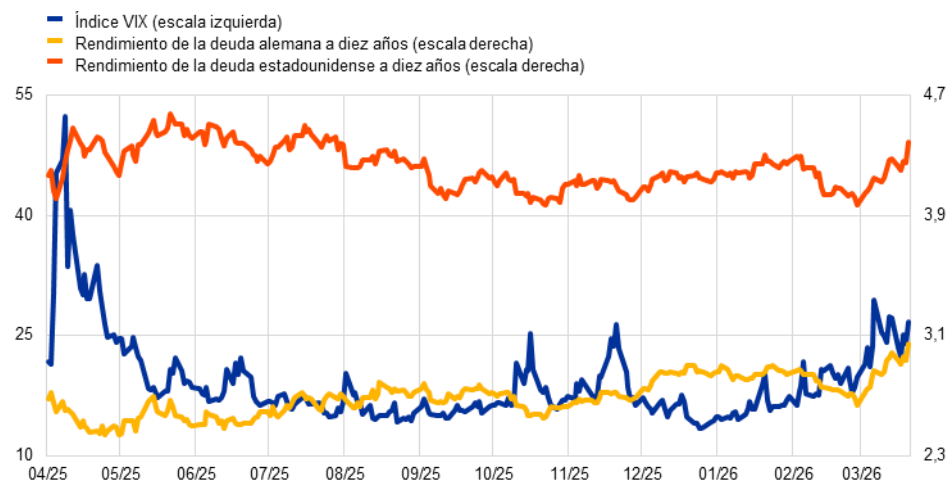
**El apetito de riesgo continuó siendo alto en los mercados financieros, a pesar de varios períodos de estrés elevado provocado por las tensiones geopolíticas y las perturbaciones de política económica. Los índices de volatilidad implícita de**

los mercados bursátiles se mantuvieron en niveles relativamente bajos, salvo por un repunte inicial después de los anuncios de aranceles en abril de 2025 (gráfico 2). Las cotizaciones subieron en Estados Unidos y en la UE en el período analizado, respaldadas por una fuerte recuperación tras las turbulencias creadas por los aranceles al comienzo del período, el optimismo sostenido acerca de la IA y la solidez de los beneficios empresariales. Estos factores contribuyeron a las elevadas valoraciones en los mercados clave (véase recuadro 1). De igual modo, los precios del oro se revalorizaron considerablemente hasta el estallido del conflicto en Oriente Próximo, reflejo de la demanda de activos refugio durante los episodios de tensiones en los mercados. A principios de 2026, la volatilidad aumentó significativamente, debido, en parte, a que los inversores liquidaron sus posiciones en oro para cubrir otras pérdidas. Los mercados de deuda soberana registraron una volatilidad significativa en las economías principales. La incertidumbre sobre las políticas económicas y la preocupación de los mercados por las crecientes necesidades de gasto público ejercieron presión al alza sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en toda la UE. La volatilidad de los mercados se intensificó en torno al cambio de año, en particular después del estallido de la guerra en Irán a finales de febrero. Las mayores expectativas de inflación a corto plazo como consecuencia de las tensiones en Oriente Próximo y el impacto de los precios de la energía impulsaron aún más los rendimientos de la deuda y provocaron una corrección ordenada de los precios de los activos de riesgo.

## Gráfico 2

### Volatilidad de los mercados bursátiles y rendimientos de la deuda pública

(escala izquierda: nivel del índice; escala derecha: porcentajes anuales)



Fuentes: Haver Analytics y LSEG.

Notas: El índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange (VIX) utiliza las volatilidades implícitas de las opciones sobre el índice S&P 500 para estimar las expectativas de volatilidad del mercado bursátil. Se utiliza habitualmente como «indicador del miedo» de este mercado.

**El riesgo de correcciones fuertes y desordenadas de los precios de los activos sigue siendo grave, dada la incertidumbre generada por la guerra en Oriente Próximo y sus consecuencias económicas mundiales, así como la persistencia de señales de valoraciones excesivas.** Un detonante importante de este riesgo es una posible escalada adicional de la guerra en Oriente Próximo, que podría intensificar las tensiones en el suministro energético a nivel global, impulsar

la inflación al alza y lastrar la actividad económica mundial. La elevada concentración histórica del S&P 500 en empresas relacionadas con la IA podría acelerar una fuerte corrección de las valoraciones de las acciones, especialmente si el sentimiento de los inversores hacia el sector se deteriorara. Por último, las vulnerabilidades del sector financiero no bancario (en particular entre los fondos de inversión altamente apalancados y los vehículos de crédito privado con colchones de liquidez limitados) podrían amplificar las dinámicas de mercado adversas a través de ventas forzadas de activos, tensiones de liquidez y un comportamiento procíclico.

## Recuadro 1

### Evolución de las valoraciones bursátiles en Estados Unidos y en la UE

**En este recuadro se analiza la creciente disociación entre las valoraciones y los fundamentos en los mercados de renta variable de Estados Unidos y europeos.** Durante el período analizado, las cotizaciones bursátiles aumentaron y el S&P 500 se revalorizó un 19 %, y el EURO STOXX 50, un 7 %. Este buen comportamiento contrastó con las revisiones a la baja de las expectativas de beneficios (gráfico A).

**Estados Unidos se caracterizó por elevadas ratios de valoración y una alta concentración del mercado durante el período analizado.** Este análisis emplea la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE), una métrica clave de valoración de las acciones que suaviza los beneficios a lo largo del ciclo económico (gráfico B). La aplicación de esta métrica a los índices bursátiles de Estados Unidos y de Europa sugiere que, aparentemente, las acciones estadounidenses cotizan por encima de los patrones de largo plazo, mientras que las valoraciones de las acciones europeas parecen menos elevadas en comparación con sus medias históricas. Un factor determinante importante de esta divergencia ha sido la alta concentración de empresas tecnológicas de elevada capitalización (conocidas como «las Siete Magníficas») en el S&P 500, que dominan tanto en términos de capitalización bursátil como de crecimiento de los beneficios (gráfico C). En cambio, el índice europeo está menos concentrado, lo que le permite absorber mejor las perturbaciones en sectores específicos.

### Gráfico A

#### Cotizaciones y expectativas de beneficios de los índices S&P 500 y EURO STOXX 50

(Índice: 100 = 27 de febrero de 2024)



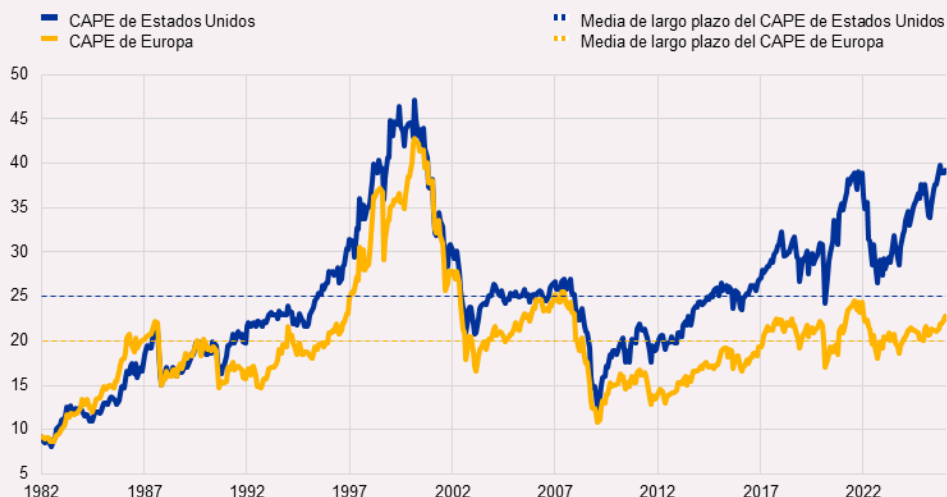
Fuentes: Bloomberg y Barclays Corporate and Investment Bank.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 25 de febrero de 2026.

### Gráfico B

#### Ratios precio/beneficio ajustadas al ciclo de Estados Unidos y de Europa

(ratio)



Fuentes: Bloomberg y Barclays Corporate and Investment Bank.

Notas: Ambas medias de largo plazo se calculan para el período comprendido entre 1982 y 2026. Las últimas observaciones corresponden al 31 de enero de 2026. «CAPE» corresponde a la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo.

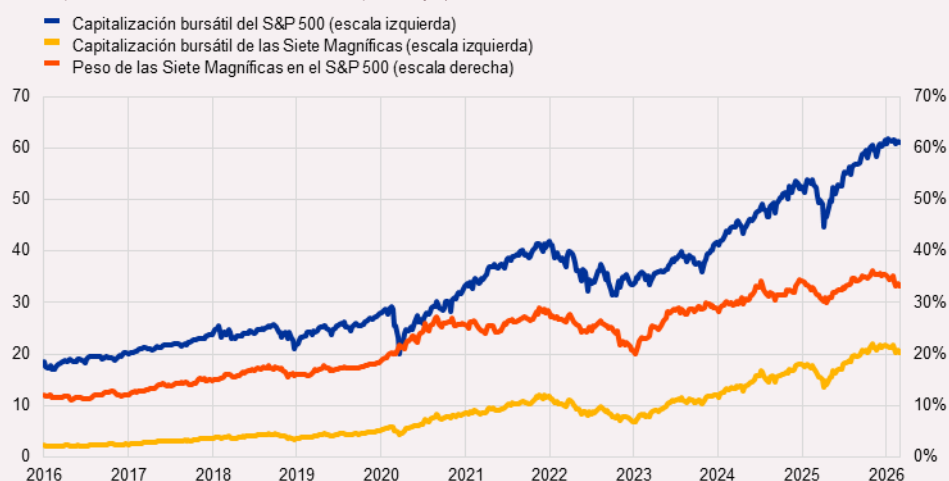
**Una corrección de los mercados bursátiles en Estados Unidos podría tener efectos de desbordamiento a Europa, dados los fuertes vínculos económicos y financieros entre ambas economías.** Varios factores podrían desencadenar una corrección de los mercados encabezada por Estados Unidos, como el aumento de la incertidumbre sobre las políticas económicas, el cambio en la percepción de los mercados sobre el impacto de la IA en la productividad y una reevaluación de las valoraciones de las acciones estadounidenses. Las implicaciones de esta corrección

para la estabilidad financiera podrían ser significativas y autoalimentarse. La utilización de la metodología de [Diebold y Yilmaz \(2012\)](#)<sup>6</sup> para calibrar la posible magnitud de los efectos de desbordamiento entre el S&P 500 y el EURO STOXX 50 indica que la transmisión entre mercados ha mostrado una tendencia al alza desde principios de 2025 (gráfico D). Esto sugiere que las cotizaciones bursátiles en Europa probablemente no seguirían siendo inmunes a una fuerte corrección de precios en Estados Unidos. Al contrario, también podrían producirse ajustes considerables en Europa, y las posibles correcciones se verían amplificadas por los reembolsos de fondos, los ajustes de los márgenes de garantía y unos límites de riesgo más estrictos en todo el sector de gestión de activos, lo que aceleraría las ventas masivas.

### Gráfico C

#### Concentración de las Siete Magníficas en el índice S&P 500

(escala izquierda: billones de USD; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS basados en Diebold y Yilmaz (2012).  
Nota: La última observación corresponde al 27 de febrero de 2026.

<sup>6</sup> Para más información sobre la metodología, véase F. X. Diebold y K. Yilmaz, «Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers», *International Journal of Forecasting*, n.º 28, 2012, pp. 57-66.

### Gráfico D

#### Índice de *spillover* bilateral de la volatilidad entre el S&P 500 y el EURO STOXX 50

(escala izquierda: porcentaje de la varianza del error de predicción medio derivado de los efectos de desbordamiento)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de la JERS basados en Diebold y Yilmaz (2012).

Nota: La última observación corresponde al 30 de enero de 2026.

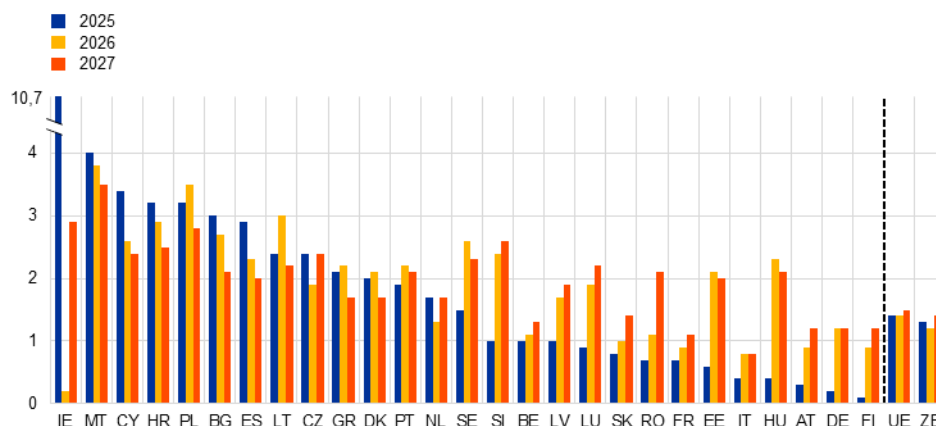
## Riesgo 2. Tensiones en los balances del sector privado, sobre todo de las sociedades no financieras

**La economía de la zona del euro mantuvo su capacidad de resistencia en 2025, pese a la elevada incertidumbre económica y a las perturbaciones de las políticas comerciales.** El PIB real de la UE creció a una tasa anual del 1,5 %, frente al 1,1 % registrado en 2024. Según las previsiones económicas de otoño de 2025 de la Comisión Europea, el crecimiento del PIB real será del 1,4 % en 2026 y del 1,5 % en 2027 (gráfico 3), respaldado por el consumo privado, la reducción de la tasa de ahorro y el aumento de la inversión. Sin embargo, el estallido de la guerra en Oriente Próximo a principios de 2026 llevó a una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento a corto plazo, ya que el encarecimiento de la energía y el incremento de la incertidumbre merman el poder adquisitivo de los hogares y la confianza de los consumidores y las empresas. En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2026, el crecimiento del PIB real de la zona del euro se revisó a la baja 0,3 puntos porcentuales para 2026 y 0,1 puntos porcentuales para 2027 con respecto a las previsiones de diciembre. En los escenarios adverso y severo de dichas proyecciones, el crecimiento para 2026-2027 se situó 0,4 y 0,9 puntos porcentuales por debajo del escenario de referencia, respectivamente. Del mismo modo, las proyecciones recientes también apuntan a un aumento de las presiones inflacionistas como consecuencia de la crisis de Oriente Próximo. En las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo se indicaba que la inflación general medida por el IAPC se había revisado al alza 0,7 puntos porcentuales para 2026, debido principalmente al componente energético, y 0,2 puntos porcentuales para 2027. En conjunto, los desarrollos siguen planteando riesgos para los balances del sector privado.

**Gráfico 3**

Previsiones de crecimiento del PIB real agregado y en los Estados miembros para 2025, 2026 y 2027

(tasas de variación interanual)



Fuente: Previsiones económicas de otoño de 2025 de la Comisión Europea.

Notas: En Irlanda, los aranceles comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron a las fuertes fluctuaciones de las estadísticas económicas durante la primera mitad de 2025, por el adelanto de la actividad. «ZE» corresponde a la zona del euro.

**La situación financiera del sector privado continuó siendo sólida durante el período analizado, aunque persistieron las vulnerabilidades.** La rentabilidad de las sociedades no financieras de la UE permaneció estable en general, pero la carga del servicio de la deuda siguió siendo elevada, por lo que quedaron más expuestas a perturbaciones adversas de costes o de ingresos. Los préstamos a pequeñas y medianas empresas mostraron signos de leve deterioro de la calidad de los activos, mientras que los factores adversos de carácter estructural continuaron lastrando algunas partes del sector manufacturero europeo. Los hogares se beneficiaron de la fortaleza del mercado de trabajo, la persistencia de unos niveles de desempleo reducidos y unas condiciones de financiación más favorables. Los precios de los inmuebles residenciales aumentaron, lo que contribuyó a la mayor solidez de los balances de los hogares. Sin embargo, el endeudamiento de este sector continuó siendo elevado en algunos países que tenían una alta proporción de préstamos a tipo variable y de préstamos a tipo fijo antiguos que se aproximaban a su fecha de revisión de tipos. En consecuencia, los hogares son vulnerables a las perturbaciones de tipos de interés, especialmente si se producen en paralelo a un deterioro general de la evolución económica.

**Varios riesgos a la baja relacionados entre sí podrían poner al descubierto vulnerabilidades en el sector privado y generar tensiones en los balances.** La guerra en Oriente Próximo ha encarecido los precios del petróleo y del gas, ha impulsado al alza las expectativas de inflación a escala mundial y ha lastrado las perspectivas de crecimiento. El aumento de los costes de los insumos, como consecuencia de unos precios de la energía persistentemente elevados o de disrupciones en las cadenas de suministro, podría reducir la rentabilidad e incrementar los riesgos de quiebra en el sector de sociedades no financieras. El deterioro de la demanda derivado del debilitamiento de la confianza del sector privado, el cambio de orientación de la política monetaria o las correcciones desordenadas de los precios de los activos podrían generar más tensiones en los

balances de las empresas. La falta de dinamismo del sector empresarial también podría extenderse al mercado laboral; el aumento del desempleo o la reducción de las rentas reales ejercerían presiones adicionales sobre los balances de los hogares, especialmente si la carga del servicio de la deuda se elevara simultáneamente.

## 1.2.2 Riesgos sistémicos elevados

### Riesgo 3. Tensiones en los mercados de deuda soberana debido a la reaparición de dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana

**Las elevadas ratios de deuda pública en relación con el PIB y los abultados déficits públicos siguen constituyendo una vulnerabilidad significativa en muchos países de la UE.** La ratio agregada de deuda pública en relación con el PIB de los Estados miembros se situó en el 81,7 % en 2025 (gráfico 4), más de 4 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la pandemia de COVID-19. El Informe sobre sostenibilidad de la deuda («Debt Sustainability Monitor») de 2025 de la Comisión Europea prevé que, si no se aplican nuevas medidas fiscales después de 2026, dicha ratio se elevará hasta alcanzar el 100 % en los diez próximos años. Al mismo tiempo, muchos Estados miembros están registrando déficits públicos y, al final del período analizado, diez de ellos estaban sujetos a un procedimiento de déficit excesivo.

**Las finanzas públicas de la UE afrontan retos significativos.** En primer lugar, la mayor incertidumbre geopolítica, incluida la guerra de Rusia contra Ucrania, ha hecho que sea urgente que Europa reconstruya sus capacidades de defensa y garantice su seguridad. Si bien los incrementos del gasto en defensa con objetivos específicos pueden respaldar el crecimiento, los aumentos sustanciales y persistentes en países con un espacio fiscal limitado y un elevado gasto por intereses podrían deteriorar la sostenibilidad de la deuda soberana. Para gestionar este riesgo, los Estados miembros deberían mejorar la eficiencia del gasto público, entre otras vías mediante sinergias y adquisiciones conjuntas de capacidades de defensa<sup>7</sup>. En segundo lugar, se necesitan recursos presupuestarios para hacer frente a los retos estructurales a más largo plazo asociados a la digitalización, la baja productividad, el envejecimiento de la población y el cambio climático. Es fundamental que los Estados miembros se centren en las reformas estructurales y las inversiones estratégicas que favorezcan el crecimiento, y que garanticen la prudencia presupuestaria en las partidas de gasto que no son productivas. Estos retos también exigen asegurar que las finanzas públicas sean sostenibles y estén en consonancia con el marco de gobernanza económica de la UE.

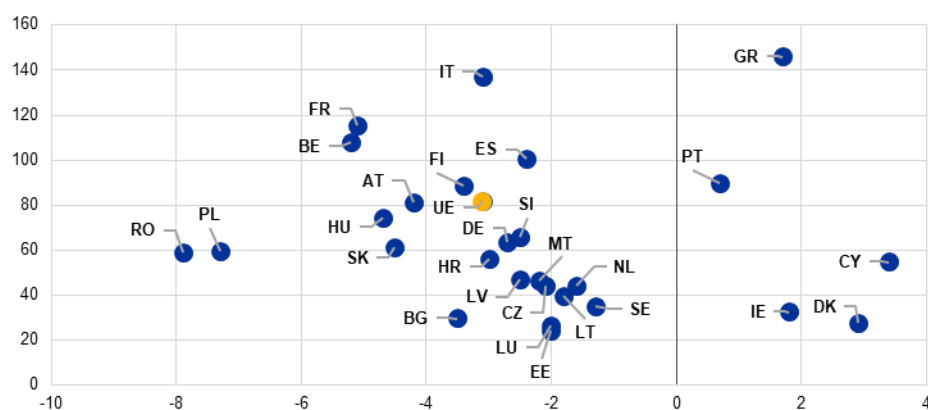
<sup>7</sup> A título de ejemplo, el 17 de marzo de 2026, los Países Bajos, Finlandia y el Reino Unido (que no es un Estado miembro de la UE) anunciaron su intención de considerar la financiación y las adquisiciones conjuntas en materia de defensa. Véase su declaración [aquí](#).

**La preocupación por las políticas fiscales expansivas en las principales economías avanzadas ha provocado ocasionalmente una elevada volatilidad en los mercados mundiales de deuda soberana.** Durante el período analizado, aumentó la preocupación de los inversores acerca de las perspectivas fiscales de las principales economías. En particular, las expectativas de políticas fiscales más expansivas en Estados Unidos, Reino Unido y Japón dieron lugar a episodios de intensa volatilidad y a efectos de desbordamiento a los mercados mundiales de deuda soberana. Estos episodios ilustran cómo las políticas fiscales de fuera de la UE pueden afectar a estos mercados en un momento en el que muchos Estados miembros ya son vulnerables debido a sus altos niveles de deuda pública en relación con el PIB y a sus elevados costes de financiación.

#### Gráfico 4

Deuda pública en relación con el PIB y déficit/superávit público en relación con el PIB en la UE en 2025

(eje de abscisas: déficit/superávit público en porcentaje del PIB; eje de ordenadas: deuda pública en porcentaje del PIB)



Fuente: Eurostat.

### Riesgo 4. Deterioro de la calidad de los activos y materialización de los riesgos de financiación/liquidez en el sector bancario de la UE

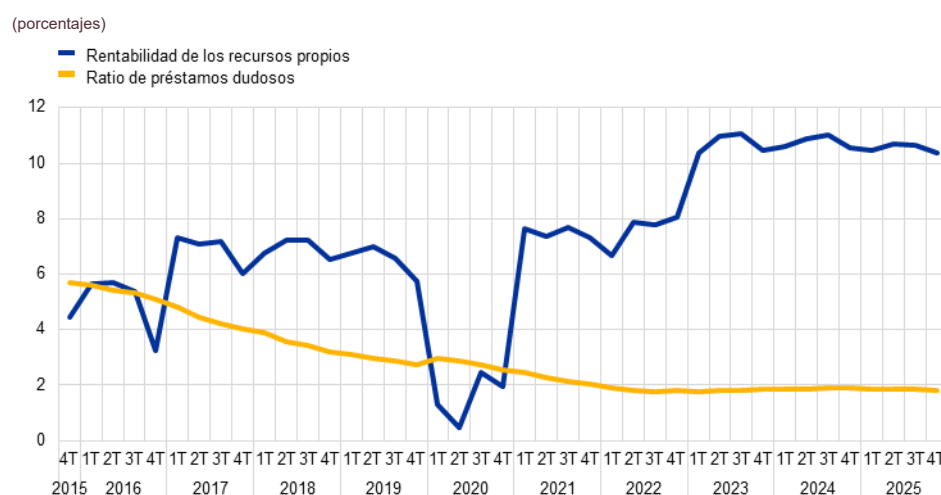
**Las entidades de crédito europeas mantuvieron su capacidad de resistencia en 2025, así como una rentabilidad elevada y posiciones de capital y de liquidez sólidas.** Los bancos han registrado beneficios récord en los últimos años, gracias a las subidas de los tipos de interés y a la pendiente de la curva de rendimientos que ha respaldado la transformación de plazos. La rentabilidad agregada de los recursos propios en la UE permaneció en niveles de dos dígitos (10,4 %) en el cuarto trimestre de 2025 (gráfico 5), el margen de intereses disminuyó ligeramente, mientras que los ingresos netos por comisiones se mantuvieron estables. Las ratios de capital y de liquidez cumplen holgadamente los requerimientos regulatorios y permanecen básicamente inalteradas.

**La calidad de los activos siguió siendo buena en general en 2025, y las ratios de préstamos dudosos de las entidades de crédito de la UE se mantuvieron**

**estables por debajo del 2 % (gráfico 5).** Las ratios de préstamos dudosos se situaron por debajo del 6,5 % en todos los sectores en el cuarto trimestre de 2025. La ratio de préstamos en vigilancia especial (fase 2) con arreglo a la Norma Internacional de Información Financiera n.º 9 —NIIF 9— (el porcentaje de préstamos cuyo riesgo de crédito ha aumentado significativamente desde su originación) permaneció sin variación. El porcentaje de cobertura de estos préstamos mediante provisiones cayó en el mismo período, dado que menos préstamos de riesgo pasaron a fase 2 y se realizaron los ajustes correspondientes en las provisiones. En conjunto, los elevados niveles de capital y de rentabilidad proporcionan capacidad sustancial para hacer frente a posibles pérdidas crediticias.

### Gráfico 5

Rentabilidad de los recursos propios y ratio de préstamos dudosos de las entidades de crédito de la UE



Fuente: Risk Dashboard de la EBA.

Nota: Para la rentabilidad de los recursos propios, el numerador se anualiza y el denominador es una media de los cuatro trimestres.

**La mayor debilidad del entorno macroeconómico, las tensiones geopolíticas y el aumento de los riesgos soberanos en algunos países pueden mermar la calidad de los activos y la rentabilidad de las entidades de crédito.** Los conflictos comerciales podrían tensionar la demanda de crédito y reducir la calidad crediticia en los sectores con orientación exportadora, mientras que un crecimiento más débil y el deterioro de las finanzas públicas podrían afectar negativamente a los balances de las entidades. Los efectos de segunda vuelta derivados de la guerra en Oriente Próximo podrían repercutir sobre los sectores intensivos en energía y los dependientes de las cadenas de suministro, lo que empeoraría aún más la calidad de los activos<sup>8</sup>. La volatilidad de los mercados y el aumento de la incertidumbre geopolítica también podrían reducir el apetito de riesgo e incrementar los costes de financiación de las entidades. En un entorno de estas características, algunos bancos europeos pueden enfrentarse a riesgos de refinanciación y de liquidez, dado

<sup>8</sup> Por otro lado, si se cumplen las expectativas de aumento de los tipos de interés como consecuencia del conflicto en Oriente Próximo, los márgenes de intermediación podrían crecer sustancialmente.

su considerable nivel de financiación a corto plazo en dólares estadounidenses<sup>9</sup>, que es sensible a los cambios geopolíticos o de política económica. Las entidades también deben adaptarse a un entorno cambiante marcado por la IA, las ciberamenazas y el cambio climático.

**Las pruebas de resistencia de 2025 de la EBA indicaron la fortaleza del sistema bancario de la UE, incluso en un escenario adverso.** Este escenario, preparado por la JERS según requiere la regulación, simula una fuerte desaceleración mundial provocada por el deterioro de las condiciones macrofinancieras, el reavivamiento de las tensiones geopolíticas, el afianzamiento de la fragmentación comercial y la persistencia de las perturbaciones de oferta, e incluye un componente de tensiones en los mercados más severo que el observado después de la guerra en Oriente Próximo a principios de 2026. Si bien las entidades registraban mayores pérdidas nominales en el escenario adverso (principalmente derivadas de los riesgos de crédito y de mercado), también mostraban una mayor capacidad de absorción de pérdidas respaldada por la elevada rentabilidad y la solidez de las posiciones de capital.

## Riesgo 5. Materialización de las vulnerabilidades en el sector inmobiliario, en particular en el sector inmobiliario comercial

**El mercado inmobiliario residencial de la UE volvió a repuntar tras la corrección ordenada observada en 2023.** Los precios de la vivienda registraron una elevada tasa de crecimiento que, en términos interanuales, se estabilizó en el 5,5 % a escala de la UE en el cuarto trimestre de 2025. La recuperación fue generalizada, pero con ritmos significativamente distintos entre países (panel a del gráfico 6). Los mercados hipotecarios recobraron impulso a medida que la demanda de préstamos repuntó, respaldada por la estabilización de los tipos de interés y la relajación de las condiciones crediticias. Por el lado de la oferta, la actividad de la construcción siguió siendo limitada y se situó por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, lo que explica en parte la recuperación de los precios en varios países.

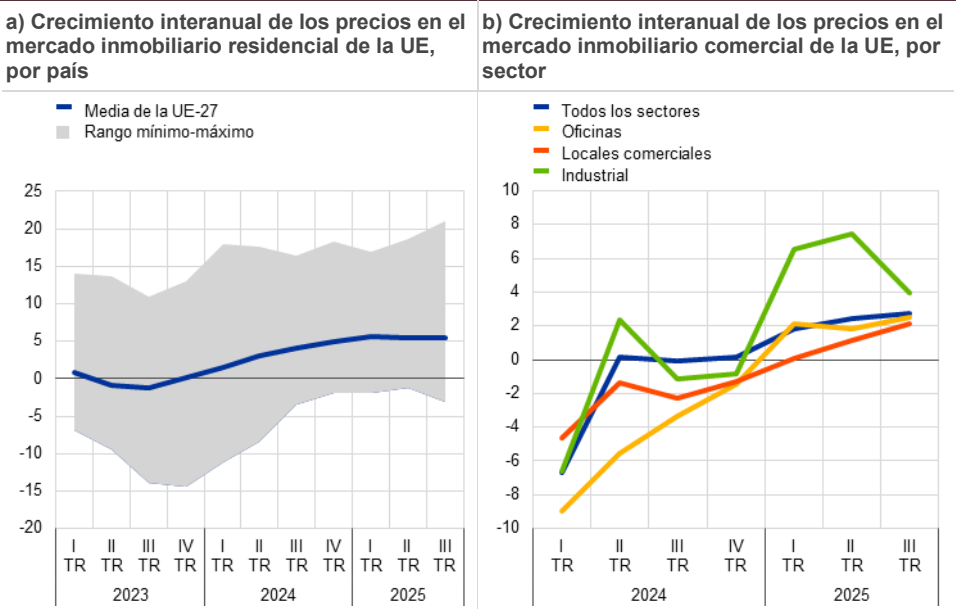
**Con el crecimiento del mercado de la vivienda se están acumulando riesgos cíclicos en el sector inmobiliario residencial.** El aumento de los precios de la vivienda, unido a varias vulnerabilidades estructurales, puede dar origen a la materialización de riesgos. El endeudamiento de los hogares sigue siendo alto en varios países de la UE y algunos todavía mantienen una cartera heredada de hipotecas originadas con arreglo a unos criterios de concesión de crédito que entrañaban mayor riesgo. Esta situación se produce en un entorno macroeconómico de incertidumbre con elevadas tensiones geopolíticas que pueden impulsar al alza los costes de construcción y limitar la oferta. La sensibilidad del sector a una desaceleración económica, especialmente a través de un mayor desempleo, implica

---

<sup>9</sup> Estos pasivos a corto plazo se utilizan principalmente para actividades relacionadas con los mercados de capitales, en particular para la intermediación en operaciones de *repos* en Estados Unidos entre los fondos del mercado monetario y los fondos de inversión libre con sede en dicho país.

que el riesgo de crédito de los hogares sobreendeudados podría incrementarse con rapidez si se materializan las circunstancias desencadenantes.

**Gráfico 6**  
Crecimiento interanual de los precios inmobiliarios en la UE



Fuentes: Panel a: Eurostat. Panel b: BCE y BIS.  
Notas: El panel b muestra la tasa de crecimiento mediana en una selección de Estados miembros de la UE, dependiendo de la disponibilidad de datos. Para el sector industrial: Dinamarca, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos y Suecia; para el sector de locales comerciales: Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Eslovenia y Suecia; para el sector de oficinas: Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos, Eslovenia y Suecia; para todos los sectores: Dinamarca, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Países Bajos y Suecia.

**Las condiciones del mercado inmobiliario comercial de la UE mostraron signos de estabilización en 2025, pero la recuperación sigue siendo lenta, frágil y vulnerable a los riesgos a la baja.** En 2025, los precios aumentaron en varios países y sectores. Sin embargo, el repunte fue desigual en los distintos sectores: el sector industrial mostró un crecimiento mayor, mientras que los segmentos de oficinas y locales comerciales solo experimentaron un avance moderado (panel b del gráfico 6). Los precios de los activos del segmento *prime* registraron fuertes incrementos, mientras que los del segmento *non-prime* avanzaron con más lentitud ante las presiones derivadas de las exigencias en materia de sostenibilidad, las normas sobre eficiencia energética y el cambio de preferencias asociado al teletrabajo. El volumen de operaciones fue similar en gran medida al de 2024. Con la relajación de las condiciones de financiación, las mayores empresas del sector inmobiliario comercial de la UE mejoraron su rentabilidad operativa y redujeron el apalancamiento y los gastos por intereses.

**Los riesgos sistémicos asociados al sector inmobiliario comercial continuaron siendo elevados.** La ratio media de préstamos inmobiliarios comerciales dudosos en la UE se ha estabilizado en torno al 4,3 %, lo que sigue siendo más del doble de la media de la cartera total de préstamos de los bancos de la UE. Los fondos de inversión inmobiliaria afrontan retos cada vez más intensos, y los significativos flujos de salida y las presiones de liquidez han inducido a algunos fondos abiertos a limitar los reembolsos. Es probable que un escenario adverso que incluya mayores riesgos

geopolíticos, un aumento de los costes de construcción, la perspectiva de subidas de los tipos de interés a largo plazo y una desaceleración económica frene la inversión y la demanda en los segmentos vulnerables del sector inmobiliario comercial. La materialización de este escenario amplificaría las vulnerabilidades existentes e incrementaría los riesgos de crédito para las empresas de dicho sector.

## Riesgo 6. Disrupciones en infraestructuras financieras críticas, incluidas las entidades de contrapartida central

**Las infraestructuras de los mercados financieros mantuvieron su capacidad de resistencia a pesar de la elevada volatilidad registrada en dichos mercados a causa de la incertidumbre geopolítica y de política económica.** El ecosistema de compensación de la UE demostró su fortaleza en respuesta a varios acontecimientos geopolíticos durante el período analizado. Los episodios transitorios de volatilidad de los mercados y la mayor incertidumbre dieron lugar a algunos ajustes significativos de los márgenes iniciales y de variación, lo que puso de relieve los riesgos de liquidez en la compensación centralizada, en particular para los miembros compensadores con posiciones concentradas. Sin embargo, en conjunto, estos ajustes de márgenes se afrontaron y no se produjeron incumplimientos por parte de los miembros compensadores.

**La posibilidad de efectos de retroalimentación procíclicos cuando las necesidades de liquidez aumentan significativamente de forma inmediata sigue siendo un motivo de preocupación importante.** En este escenario, tras una perturbación en los precios de los activos, algunos participantes en los mercados podrían necesitar liquidar posiciones con rapidez mediante la venta de activos, lo que podría agravar las espirales negativas de precios. Los instrumentos que deben aplicar las entidades de contrapartida central (ECC) de la UE para luchar contra la prociclicidad tienen por objeto mitigar posibles efectos indirectos. Sin embargo, es importante que se implementen las iniciativas internacionales sobre la transparencia y la preparación de los márgenes de garantía. En conjunto, a nivel agregado, la cascada de recursos prefinanciados de las ECC de la UE a las fechas de cierre trimestral permaneció estable en el período analizado y no se comunicaron fallos operativos.

**La medida en que importantes actores del sistema financiero dependen de grandes proveedores extranjeros de productos y servicios implica una vulnerabilidad para el sistema financiero de la UE.** Algunos ejemplos son las dependencias de los servicios en la nube y de los sistemas de pago con tarjeta de Estados Unidos. Además, la interconexión inherente del sistema financiero y sus componentes puede hacer que todo el sistema sea vulnerable, incluso a problemas relacionados con componentes aparentemente secundarios. La integridad y la confidencialidad de los datos también pueden dar lugar a un rápido deterioro de la confianza en el sistema financiero.

**Los acontecimientos geopolíticos ponen de relieve los riesgos para las infraestructuras físicas.** Las elevadas tensiones geopolíticas van acompañadas de

un aumento de los ciberriesgos y de las amenazas híbridas. La falta de acceso a servicios de TIC en el extranjero, los ciberincidentes y los ataques híbridos pueden afectar gravemente al acceso, a la integridad y a la confidencialidad de los sistemas y datos de infraestructuras financieras críticas. La rápida evolución de la IA acentúa estos riesgos.

### 1.2.3 Riesgos transversales para la estabilidad financiera

#### Riesgo geopolítico

**Los riesgos geopolíticos continuaron siendo elevados durante el período analizado, en un entorno mundial cada vez más complejo y fragmentado.** La volatilidad de la situación global, marcada por las restricciones comerciales, la escalada de las tensiones en Oriente Próximo y la mayor fragmentación geopolítica, se ha convertido en una fuente clave de incertidumbre macrofinanciera que plantea riesgos materiales para la estabilidad financiera. Las vulnerabilidades estructurales de la arquitectura económica y financiera de la UE (incluidas las dependencias de infraestructuras críticas, sectores estratégicos y una cadena global de valor) se ven acentuadas por la volatilidad del entorno. Esta interacción agrava los riesgos sistémicos existentes, por ejemplo, al intensificar las demandas de seguridad para contrarrestar las amenazas híbridas y aumentar las presiones fiscales para mejorar la magnitud y la coordinación de las inversiones europeas en defensa. La percepción de riesgos de los mercados parece vulnerable a correcciones bruscas, especialmente si se observan señales de que los mercados están teniendo dificultades para valorar los riesgos de cola. Una escalada de los conflictos geopolíticos actuales podría incrementar la volatilidad de los mercados financieros y de materias primas y desencadenar una corrección de precios en los mercados financieros, lo que afectaría al consumo, la inversión, el comercio y la confianza. La mayor incertidumbre también podría elevar los costes de financiación de las entidades de crédito y las empresas a través de los diferenciales de los bonos, las valoraciones de las acciones y otras condiciones financieras adversas. En un escenario adverso, el sistema financiero mundial podría enfrentarse a correcciones generalizadas de los precios de los activos, a un endurecimiento de la liquidez de mercado y de financiación, y a interrupciones en las cadenas de suministro. Estas perturbaciones podrían propagarse a través de vínculos regionales, sectoriales y financieros, efectos de desbordamiento a los mercados y la dependencia de servicios e infraestructuras transfronterizas. Esto pone de relieve los múltiples canales y categorías de riesgo a través de los cuales los acontecimientos geopolíticos pueden afectar al sistema financiero, influyendo en los mercados financieros, la economía real, la continuidad operativa y la estabilidad social en general (véase también el recuadro 3).

## Riesgos de ciberseguridad para la estabilidad financiera

**Los riesgos para la estabilidad financiera derivados de ciberincidentes y de incidentes híbridos continuaron siendo elevados el año pasado.** Aunque el 24 % de las entidades significativas sujetas al Mecanismo Único de Supervisión (MUS) notificaron al menos un ciberincidente grave en 2025, la resiliencia general del sector financiero se mantuvo estable, sin que se comunicaran ciberincidentes críticos. Al mismo tiempo, la aceleración de la digitalización de los servicios financieros y la creciente adopción de la IA están transformando el mundo de la ciberseguridad, y varios informes elaborados durante el período analizado citan las herramientas de IA como factor clave para el éxito de los ataques. Los ataques sofisticados, en su día limitados a atacantes patrocinados por Estados, están cada vez más al alcance de grupos de ciberdelincuencia menos sofisticados. La mayor integración de la IA en los sistemas financieros y el creciente uso de herramientas de IA basadas en agentes amplían las superficies y la complejidad de los ataques a las entidades. Del mismo modo, la IA con capacidades de ciberseguridad podría llegar a un punto de inflexión y cambiar de forma sustancial e instantánea el panorama de las amenazas, permitiendo que los autores de amenazas con capacidades globales limitadas puedan perpetrar ataques avanzados. Las actuales tensiones geopolíticas, como las guerras en Oriente Próximo y Ucrania, han mantenido las ciberamenazas en niveles elevados. La profunda interconexión de los sistemas financieros de la UE y de Estados Unidos requiere una vigilancia continua, ya que las operaciones cibernéticas se integran cada vez más con la guerra cinética, lo que suscita preocupación por las infraestructuras críticas a escala mundial.

**Aunque el sistema financiero europeo no se vio afectado directamente por amenazas híbridas, continúa expuesto dada su interconexión con infraestructuras críticas.** Las entidades financieras y las infraestructuras críticas se enfrentaron a una presión de incidentes híbridos persistente, en particular en la región nórdico-báltica. Si bien ninguna entidad financiera de importancia sistémica notificó incidentes graves, los estrechos vínculos entre los sistemas financieros y las infraestructuras críticas ponen de relieve la vulnerabilidad del sector a las operaciones híbridas, lo que hace que reforzar las medidas de resiliencia y ofrecer respuestas coordinadas en la UE sea fundamental para mitigar estas amenazas cambiantes.

## Riesgos climáticos para la estabilidad financiera

**Los riesgos para la estabilidad financiera derivados del cambio climático siguen presentes. 2025 fue el tercer año más cálido desde que se tienen registros, superado solo por 2023 y 2024<sup>10</sup>.** Aunque los riesgos climáticos han evolucionado hasta ahora de forma más gradual que otros riesgos transversales identificados, la JERS considera que el cambio climático plantea un riesgo sistémico para el sistema financiero. Puede tener un impacto negativo directo en la estabilidad

---

<sup>10</sup> Véase [Global Climate Highlights 2025](#).

financiera a través de las catástrofes naturales relacionadas con el clima que provocan grandes pérdidas económicas, que, en última instancia, afectan a las entidades financieras a través de, por ejemplo, elevados pagos por parte de las empresas de seguros o pérdidas crediticias para los bancos. Los escenarios a corto plazo de la Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS) proporcionan una estimación del posible impacto, que sería una caída del PIB de la UE del 1,7 % para 2030, debido a los fenómenos meteorológicos extremos<sup>11</sup>. El impacto podría ser también indirecto. Por ejemplo, la transición hacia una economía más verde puede reducir el valor de determinados activos, como los inmuebles menos eficientes desde el punto de vista energético, lo que puede dar lugar a una menor rentabilidad de los activos expuestos para las entidades financieras y a una reducción del valor de las garantías de los préstamos respaldados por esos inmuebles expuestos.

## Recuadro 2

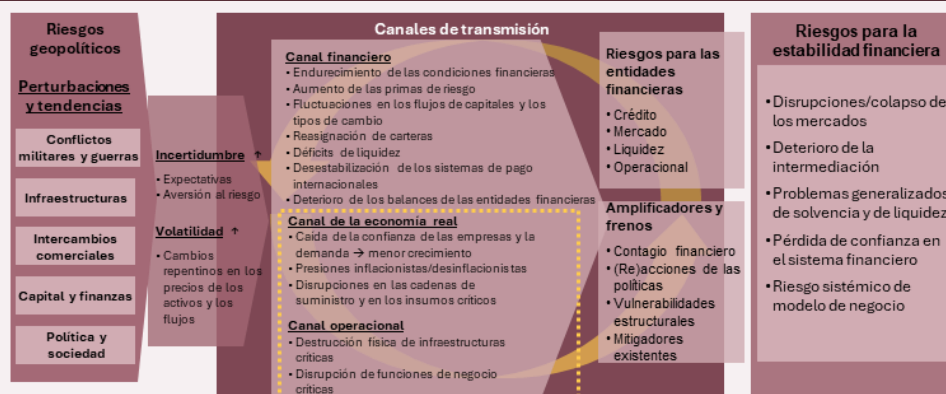
### El informe del BCE y la JERS sobre los riesgos derivados de la fragmentación geoeconómica

**La reciente publicación del BCE y la JERS sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la fragmentación geoeconómica, titulada «Financial stability risks from geoeconomic fragmentation», analiza de qué manera el aumento del riesgo geopolítico y de la incertidumbre sobre las políticas afecta a la estabilidad financiera de la UE, así como los canales de transmisión de estos efectos.** El informe, que adopta un concepto amplio de geopolítica que incluye conflictos militares, guerras híbridas, infraestructuras críticas, intercambios comerciales, flujos de capitales e inestabilidad sociopolítica, asocia las perturbaciones abruptas y las tendencias graduales con sus implicaciones para la economía real y el sistema financiero (véase figura A). Las perturbaciones geopolíticas pueden afectar a las condiciones económicas y financieras a través de los canales operacional, comercial y de producción, y el canal de transmisión financiera puede generar espirales adversas, contagio transfronterizo y riesgos sistémicos. La mayor incertidumbre y la volatilidad pesan sobre el sentimiento de los inversores, aumentan las primas de riesgo y generan una dinámica de huida hacia activos más seguros y ventas masivas en los mercados, con cambios en los flujos de capitales y los tipos de cambio. Estas perturbaciones pueden propagarse con rapidez alterando la interconexión entre categorías de activos, endureciendo las condiciones financieras y provocando una reevaluación del riesgo que tensiona los balances de las entidades financieras, especialmente cuando el apalancamiento es elevado o las exposiciones están concentradas.

<sup>11</sup> Según el escenario de Diverging Realities, véase [NGFS Short-term Climate Scenarios for central banks and supervisors](#).

**Figura A**

Marco de análisis de la fragmentación y los riesgos geopolíticos en la UE



Fuente: Grupo de trabajo del BCE y la JERS sobre los riesgos para la estabilidad financiera derivados de la fragmentación geoeconómica.

Nota: Los canales de transmisión que figuran dentro del recuadro con líneas discontinuas no fueron el foco del análisis llevado a cabo en el informe del BCE y la JERS.

**El informe desarrolla un marco de seguimiento que integra indicadores geopolíticos en el análisis de la estabilidad financiera, lo que refleja su creciente papel en la determinación de las perspectivas económicas y de riesgos de Europa.** A través de noticias y datos de acontecimientos, estadísticas económicas y métricas de mercado o basadas en modelos, documenta un mundo más fragmentado en el que el proceso de globalización se ha estancado o revertido parcialmente, los conflictos comerciales se han intensificado y la incertidumbre sobre las políticas económicas ha alcanzado máximos históricos. Al mismo tiempo, la volatilidad en los mercados financieros ha sido transitoria y los desequilibrios financieros más amplios en la UE se han mantenido contenidos, lo que apunta a un frágil equilibrio, con una incertidumbre elevada y riesgos derivados de acontecimientos adversos. En el informe se utilizan métodos de series temporales, cuantílicos y de escenarios para conocer cómo se transmiten las perturbaciones geopolíticas a las condiciones macrofinancieras, las tensiones financieras, las vulnerabilidades sistémicas y el crecimiento, así como los posibles mecanismos de amplificación. Se estima que los riesgos geopolíticos han afectado cada vez más a la cola inferior de la distribución del crecimiento del PIB y han aumentado la incertidumbre en torno a los resultados futuros, siendo la incertidumbre sobre las políticas económicas un factor determinante clave de los riesgos a la baja para el crecimiento del PIB desde 2015. Su impacto ha sido heterogéneo entre países y entidades financieras. La evidencia detallada sobre las entidades financieras muestra que las perturbaciones geopolíticas las inducen a reducir las exposiciones frente a otros países, debilitando la diversificación, la compartición transfronteriza de riesgos, la provisión de crédito y el funcionamiento de los mercados. En una época de creciente fragmentación geoeconómica, las conclusiones subrayan la importancia de mejorar los datos, del análisis de escenarios, del seguimiento periódico y de las pruebas de resistencia para detectar, evaluar y gestionar los riesgos geopolíticos.

## 1.3 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos

**La JERS continuó con sus actividades periódicas de seguimiento y facilitó escenarios adversos para las pruebas de resistencia realizadas por las autoridades europeas de supervisión (AES).** En la sección 1.3.1 se describen los escenarios adversos que la JERS proporcionó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés), que se publicaron durante el período analizado en este Informe Anual. La sección 1.3.2 incluye varios recuadros en los que se resumen el seguimiento o la evaluación de los riesgos realizados por la JERS de determinadas entidades financieras no bancarias (véase recuadro 3), el seguimiento de los riesgos en el mercado de titulizaciones de la UE (véase recuadro 4) y un informe del Comité Científico Consultivo sobre la IA y el riesgo sistémico (véase recuadro 5).

### 1.3.1 Escenarios de las pruebas de resistencia

**Las pruebas de resistencia ayudan a evaluar la resiliencia del sistema financiero.** En ellas se simula la capacidad de resistencia de las entidades financieras en supuestos de condiciones económicas y financieras adversas, lo que facilita la gestión de riesgos y la prevención de crisis. De conformidad con sus mandatos, las AES son responsables de coordinar, en colaboración con la JERS, las pruebas de resistencia a escala de la UE que sean de su competencia. Estos ejercicios ayudan a los reguladores y a los supervisores a poner a prueba la capacidad de resistencia individual de las entidades financieras, al tiempo que también contribuyen a identificar riesgos y vulnerabilidades en el conjunto del sistema financiero. Como parte de esta cooperación, la JERS, en colaboración con el BCE, aporta los escenarios adversos para las pruebas. Cada escenario refleja la valoración de la JERS sobre los riesgos y las principales vulnerabilidades del sistema financiero en un momento determinado.

**Durante el período analizado, la JERS aportó dos escenarios adversos para las pruebas de resistencia sectoriales, cada uno de ellos adaptado a las necesidades de la AES que coordinaba la prueba<sup>12</sup>.** Todos los escenarios se construyeron a medida para cubrir los modelos de negocio y los perfiles de riesgo de los distintos tipos de entidades financieras incluidas en el ejercicio específico. En consecuencia, cada escenario se diseñó en estrecha colaboración con la AES pertinente y se discutió ampliamente con las instituciones miembros de la JERS.

**En enero de 2026, la JERS proporcionó a la ESMA el escenario adverso para las directrices sobre las pruebas de resistencia de los fondos del mercado monetario (FMM) de 2025.** La narrativa del escenario refleja la materialización de los riesgos de cola en un entorno de elevada incertidumbre geopolítica como consecuencia de las tensiones comerciales globales y de los múltiples conflictos en

<sup>12</sup> La JERS publica todos los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia regulatorias en su sitio web.

todo el mundo. Estos acontecimientos geopolíticos amplifican las interrupciones comerciales y generan un fuerte aumento de los precios de las materias primas, lo que causa perturbaciones en las cadenas de suministro y, en última instancia, provoca presiones inflacionistas. A su vez, el repunte de las expectativas de inflación origina un incremento de los tipos de interés libres de riesgo. El endurecimiento de las condiciones de financiación, combinado con las expectativas de crecimiento económico débil, se traduce en una mayor volatilidad de los precios de los activos y en interrupciones significativas en los mercados financieros. Los diferenciales de los bonos corporativos y de la deuda soberana se amplían como consecuencia del debilitamiento de la capacidad para atender el pago de la deuda y de la renovada preocupación por la sostenibilidad de la deuda soberana, exacerbada por los elevados tipos de interés. En general, este entorno lleva a una desaceleración abrupta de la actividad en los mercados y a importantes tensiones de liquidez, lo que obliga a los mercados a reevaluar repentinamente los activos financieros e inmobiliarios. El impacto de la mayor volatilidad del tipo de cambio (la depreciación o apreciación del euro con respecto al dólar) sobre el comercio, la deuda y los flujos de capitales, acentúa más la inestabilidad financiera a escala mundial.

**En marzo de 2026, la JERS elaboró el escenario adverso para la prueba de resistencia de las ECC a escala de la UE de 2026.** La narrativa del escenario supone un empeoramiento de las tensiones geopolíticas en un entorno ya caracterizado por unas primas de riesgo reducidas y unas valoraciones excesivas de las acciones. Al mismo tiempo, el agravamiento de las fricciones comerciales reaviva la incertidumbre sobre los flujos comerciales. Esto provoca interrupciones de oferta, que se traducen en cuellos de botella en los mercados de materias primas, en particular los del petróleo, el gas y otros insumos energéticos clave. Los temores sobre las restricciones en la oferta de materias primas impulsan fuertemente al alza y con gran rapidez los precios al contado y de los futuros. Estas perturbaciones reducen la producción industrial, los volúmenes comerciales y la actividad del transporte de mercancías. La perturbación de los precios de las materias primas provoca una reevaluación rápida de las valoraciones en los mercados bursátiles, en especial en los segmentos de IA y tecnológico con valoraciones elevadas, ya que los inversores reajustan sus posiciones ante las peores perspectivas de beneficios. Esta situación da lugar a ventas masivas más generalizadas en los mercados. Los inversores institucionales, las entidades de crédito y los fondos aceleran sus ventas de activos de riesgo, mientras que los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y otros participantes de mercado apalancados se enfrentan a ajustes de los márgenes de garantía y a presiones de liquidez, lo que les obliga a liquidar posiciones en un mercado bajista. El resultado es un ajuste brusco y desordenado de las valoraciones de las acciones, amplificado mecánicamente por estrategias algorítmicas y de gestión de la volatilidad.

**La JERS también decidió desarrollar una herramienta de pruebas de resistencia *top-down* («desktop») del conjunto del sistema para llevar a cabo evaluaciones periódicas o *ad hoc* de los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE.** Esta decisión, adoptada por la Junta General en su reunión de junio de 2025, se adopta en respuesta al informe del Grupo de trabajo de alto nivel

para la revisión del Reglamento de la JERS publicado en 2024 y analizado en el último Informe Anual. La nueva herramienta se desarrollará sobre la base de la que dispone actualmente el BCE para las pruebas de resistencia *top-down* de todo el sistema: el modelo ISA<sup>13</sup>. A diferencia de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por las AES, que se centran en la capacidad de resistencia individual de los intermediarios financieros frente a escenarios sectoriales específicos, estas evaluaciones pondrán el foco en los efectos de amplificación que podrían producirse, tanto dentro como entre sectores del sistema financiero, como consecuencia de las interacciones entre los intermediarios de los mercados en un escenario común. Dado que estas evaluaciones se basan en una herramienta que combina datos granulares que las entidades financieras comunican periódicamente a las autoridades con supuestos de comportamiento sobre cómo reaccionan los intermediarios financieros a las tensiones, no requieren la participación de las entidades financieras a nivel individual. Por tanto, pueden desplegarse con mayor flexibilidad y frecuencia. Se beneficiarán de la información obtenida de ejercicios complementarios *bottom-up* de todo el sistema, como el escenario exploratorio de todo el sistema que están aplicando conjuntamente la Banque de France, la Autoridad de Control Prudencial y de Resolución de Francia (ACPR) y la Autoridad de los Mercados Financieros de ese país (AMF)<sup>14</sup>.

### 1.3.2 Seguimiento de determinadas entidades financieras no bancarias y de los mercados de titulización

La JERS lleva a cabo un seguimiento y evalúa los riesgos de determinadas entidades financieras no bancarias, y tiene establecido por ley el mandato de realizar un seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los mercados de titulización. Estas actividades complementan el seguimiento más amplio de los riesgos descrito en la sección 1.1. Los recuadros de esta sección abordan con más detalle estas actividades.

#### Recuadro 3 Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria

El informe «EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025» resume el seguimiento realizado por la JERS de los riesgos sistémicos y las vulnerabilidades relacionados con la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en 2024, y cubre también el breve episodio de turbulencias en los mercados tras el anuncio de elevados aranceles por parte de Estados Unidos

<sup>13</sup> Véase, por ejemplo, C. Rodríguez d'Acuña y F. Shaw, «Beyond the single bank: macroprudential insights from the 2025 EU-wide stress test and its extensions», *Macroprudential Bulletin*, n.º 32, BCE, 19 de noviembre de 2025.

<sup>14</sup> Véase «The Banque de France, the ACPR and the AMF launch a first system-wide stress test on interconnections within the financial system», *nota de prensa*, 2 de octubre de 2025.

**en abril de 2025.** El tamaño del universo que fue objeto de seguimiento alcanzó un nuevo máximo de 50,7 billones de euros en activos al final de 2024, representando los fondos de inversión y otras entidades financieras alrededor del 42 % de los activos totales del sector financiero de la UE. El papel de las entidades financieras no bancarias en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó creciendo, y el crédito de mercado y el no bancario duplicaron aproximadamente el peso que tenían antes de la crisis financiera mundial. El informe pone de relieve varios riesgos principales. En primer lugar, los riesgos cíclicos aumentaron, incluidos los derivados de la posible materialización de vulnerabilidades macroeconómicas y del elevado riesgo soberano en algunos países de la zona del euro. Estos riesgos podrían provocar tensiones en los balances de las empresas y los hogares, mientras que las valoraciones excesivas en determinados segmentos de los mercados —en particular las acciones y los valores tecnológicos relacionados con la IA de Estados Unidos— incrementan el riesgo de correcciones desordenadas de los precios de los activos. En segundo lugar, el riesgo de liquidez sistémica sigue siendo elevado. Los episodios de turbulencias en los mercados en 2024 y 2025 (incluidas las ventas masivas de acciones estadounidenses en agosto de 2024 y la perturbación arancelaria de abril de 2025) pusieron de manifiesto que la interacción de la liquidez de mercado y de financiación, los elevados ajustes de los márgenes y las garantías, y la escasa liquidez en los mercados pueden amplificar las perturbaciones, sobre todo cuando intervienen entidades financieras no bancarias con un alto grado de apalancamiento y colchones de liquidez limitados. En tercer lugar, las vulnerabilidades estructurales (desajustes de liquidez y desfases de vencimiento, apalancamiento e interconexiones) siguen siendo acusadas en algunas partes del sector de IFNB, incluidos los fondos de inversión, la financiación privada y determinadas actividades relacionadas con criptoactivos. La creciente concentración de las carteras no bancarias de la UE en un pequeño conjunto de valores tecnológicos de Estados Unidos y sus vínculos cada vez más estrechos con los mercados y las entidades de crédito internacionales aumentan el riesgo de que las perturbaciones se propaguen rápidamente entre sectores y países.

**Para facilitar la identificación de los riesgos, el Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor incluye cinco artículos monográficos y tres recuadros temáticos.** Cuatro artículos monográficos están relacionados con el apalancamiento y abordan, entre otros aspectos, el incremento de este mecanismo en las actividades de *carry trade* de los fondos de inversión libre y su efecto de amplificación de las turbulencias registradas en los mercados en agosto de 2024, y la provisión de crédito bancario a los fondos de inversión inmobiliaria con un alto nivel de apalancamiento y, a menudo, desajustes de liquidez. Otro artículo monográfico se centra en el papel que desempeñan las instituciones financieras de ámbito limitado en la gestión de liquidez y la provisión de financiación intragrupo. Estos análisis ponen de relieve que el apalancamiento a múltiples niveles, los riesgos de concentración, las interconexiones y los vínculos de propiedad pueden aumentar la posibilidad de que se produzcan efectos de desbordamiento negativos al sistema bancario y al sector financiero en general. También destacan que las lagunas de datos complican la evaluación de riesgos. Los recuadros temáticos se centran en: i) la volatilidad de los mercados de abril de 2025 en torno a los anuncios

de aranceles por parte de Estados Unidos, que puso al descubierto vulnerabilidades en los mercados de deuda pública y de *swaps* del país americano y su transmisión a los IFNB; ii) la transición del sistema de pensiones neerlandés a un modelo de aportación definida y sus repercusiones en la cobertura de tipos de interés y la liquidez de mercado, y iii) el crecimiento de las titulizaciones sintéticas en la UE con arreglo al marco para la titulación simple, transparente y normalizada y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera.

## Recuadro 4

### Seguimiento de los riesgos en el mercado de titulizaciones de la UE

En mayo de 2025, la JERS publicó un informe en el que se examinan las implicaciones para la estabilidad financiera de las titulizaciones de balance, poniendo el foco en las que cumplen los criterios de simplicidad, transparencia y normalización. La Junta General debatió y aprobó el informe en marzo, y su contenido se resume en el recuadro 5 del Informe Anual de 2024 de la JERS. Sobre la base de las conclusiones del informe, la JERS colaboró con los legisladores de la UE en la revisión de las normas prudenciales sobre titulizaciones. Esta colaboración se describe en la sección 2.

## Recuadro 5

### Informe sobre inteligencia artificial y riesgo sistémico

En un informe publicado en diciembre de 2025, el Comité Científico Consultivo de la JERS examinó la interacción entre la inteligencia artificial (IA) y las principales fuentes de riesgo financiero sistémico. Los sectores empresarial y financiero están integrando la IA rápidamente en sus procesos. La IA tiene un enorme potencial transformador y podría beneficiar a la sociedad. Sin embargo, también podría amplificar o alterar los riesgos sistémicos existentes en las finanzas, así como crear otros nuevos. El informe se centra en esta cuestión considerando cinco fuentes de riesgo financiero sistémico: el desajuste de liquidez, las exposiciones comunes, las interconexiones, la falta de sustituibilidad y el apalancamiento.

El informe sostiene que determinadas características relacionadas con la IA (en particular, la concentración y las barreras de entrada, la uniformidad de los modelos, las dificultades de seguimiento, el exceso de dependencia y de confianza, y la velocidad) podrían amplificar significativamente los riesgos

**sistémicos del sistema financiero.** Otras características que también se espera que afecten al riesgo sistémico son la opacidad y la ocultación, los usos malintencionados, las alucinaciones y la desinformación, su corta historia, su régimen jurídico no probado, y su complejidad e inescrutabilidad. El informe también considera dos características hipotéticas de la IA. En primer lugar, la falta de control sobre ella en el sistema financiero podría dar lugar a un elevado nivel de interconexión y a exposiciones comunes, que no serían visibles para los seres humanos. En segundo lugar, la plena dependencia de la IA podría hacer que el sistema financiero dependa de las preferencias de los proveedores de estas herramientas, que no coinciden necesariamente con las de la sociedad.

**Para abordar los riesgos potenciales, el informe propone combinar las políticas sobre competencia y protección de los consumidores, y complementarlas con ajustes específicos en la regulación prudencial.** Entre estos últimos, el informe concluye que la tarea más acuciante es la recalibración de los requerimientos de capital y de liquidez para tener en cuenta los factores de velocidad, alcance y escala que introduce la IA. En cuanto a los mercados financieros, los mecanismos de interrupción automática (*circuit breakers*), el uso indebido de información privilegiada y la divulgación de información representan tres áreas importantes en las que es necesario abordar los aumentos de velocidad, alcance y escala en el sistema financiero impulsados por la IA. Además, los requisitos de «skin-in-the-game» para los proveedores de IA (es decir, que estos asuman parte del riesgo) y los requisitos relativos al «nivel de sofisticación» para las entidades que desplieguen la IA podrían ser una forma de evitar la asunción excesiva de riesgos en su uso.

**En el informe también se llega a la conclusión de que las actividades de supervisión pueden tener que ajustarse, ya que la regulación por sí sola no será suficiente para contener los riesgos sistémicos derivados de la IA.** Es esencial que las autoridades dispongan de recursos adecuados (tecnológicos y humanos) para seguir el ritmo de los cambios en las entidades y los mercados supervisados. Lo ideal sería que los supervisores pudieran desarrollar sus propias infraestructuras de IA y reforzar sus capacidades analíticas para hacer un seguimiento de las interconexiones y el apalancamiento. Si los supervisores no siguen el ritmo de los cambios en las entidades supervisadas, es posible que no puedan realizar un seguimiento adecuado de las actividades de asunción de riesgos, y la frecuencia y gravedad de las crisis financieras podrían aumentar.

**Dentro de la UE, la cooperación transfronteriza y la puesta en común de recursos son fundamentales para una vigilancia del mercado sobre la IA eficaz, tal como exige el Reglamento de Inteligencia Artificial<sup>15</sup>, y para la supervisión de las entidades financieras que utilizan la IA.** Mantener el ritmo del sector privado será muy costoso y requerirá un uso intensivo de recursos. Una forma de mitigar los costes para las distintas autoridades es poner los recursos en

<sup>15</sup> Reglamento (UE) 2024/1689 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2024, por el que se establecen normas armonizadas en materia de inteligencia artificial y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 300/2008, (UE) n.º 167/2013, (UE) n.º 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 y (UE) 2019/2144 y las Directivas 2014/90/UE, (UE) 2016/797 y (UE) 2020/1828 (Reglamento de Inteligencia Artificial) (DO L de 12.7.2024).

común, aprovechando lo que casi con seguridad son grandes economías de escala para el desarrollo, el mantenimiento y la implementación de un seguimiento eficaz. El informe reconoce la dificultad de acotar la prestación de servicios de IA a una jurisdicción determinada y, por tanto, aboga por un enfoque centralizado o, al menos, compartido para la vigilancia y la supervisión de las actividades de IA.

## 2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico

**En 2025, la Junta General hizo hincapié en la importancia de que la JERS siga adoptando una perspectiva sistémica para cumplir su mandato de ocuparse de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE<sup>16,17</sup>.**

**Dicha perspectiva implica abordar de forma holística la acumulación de vulnerabilidades y riesgos que afectan al sistema financiero de la UE en su conjunto.** Un ejemplo de este enfoque es la participación de la JERS en dos grupos paneuropeos diseñados para hacer frente a las vulnerabilidades cibernéticas que podrían afectar al sistema financiero. Otro ejemplo es el desarrollo y mejora del enfoque de la JERS de modelización del crecimiento en riesgo (*growth-at-risk*), que forma parte de sus herramientas de análisis de la orientación macroprudencial. Estas iniciativas se explican en la sección 2.1.

**En consonancia con la aplicación de un enfoque basado en las actividades a la labor que desempeña, durante el período analizado la JERS también abordó una variedad de cuestiones regulatorias desde el punto de vista de la amplificación de riesgos entre sistemas.** Concretamente, la JERS se centró en la propagación de los riesgos con origen en determinados aspectos de los criptoactivos y consideró la forma en que las titulizaciones sintéticas pueden reducir o transmitir los riesgos entre las entidades de crédito y los vendedores de protección. También respondió a dos consultas sobre temas relativos a la compensación centralizada y prestó asesoramiento a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) en relación con las Directrices sobre las facultades de supervisión para subsanar las vulnerabilidades en materia de liquidez. Por último, analizó la posibilidad de establecer medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) para el mercado inmobiliario comercial, aplicando un enfoque de regulación basada en las actividades. Estos trabajos se describen en la sección 2.2.5.

<sup>16</sup> Para información más detallada sobre la perspectiva sistémica, véase el recuadro 10.

<sup>17</sup> Para información sobre el mandato de la JERS, véase el Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2020, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331 de 15.2.2010, p. 1).

## 2.1 Iniciativas para abordar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos en el sistema financiero

En esta sección se describen los casos en los que se ha aplicado el enfoque sistémico como parte del esfuerzo por detectar y posiblemente evitar la acumulación de vulnerabilidades.

### 2.1.1 Ciberriesgos

Durante el período de referencia, la JERS participó en el marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos (EU-SCICF, por sus siglas en inglés), que se había establecido en enero de 2025. Este marco fue creado por las tres autoridades europeas de supervisión (AES) a raíz de una Recomendación de la JERS en 2021<sup>18</sup>. El objetivo principal del EU-SCICF es fortalecer la resiliencia operativa digital general del sistema financiero actuando como marco de coordinación entre todas las autoridades financieras europeas. El EU-SCICF está integrado por representantes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la EIOPA, la JERS, el BCE, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), los bancos centrales nacionales y las autoridades nacionales competentes. En abril de 2025, la península ibérica sufrió un gran apagón que afectó al territorio continental de Portugal y a la mayor parte de España y dejó a más de 50 millones de personas sin electricidad hasta diez horas. Aunque al final se determinó que este incidente no había sido causado por un ciberataque, permitió probar con éxito por primera vez el sistema de alerta y difusión de información del EU-SCICF.

Desde 2025, la JERS participa en el Foro de Supervisión de los proveedores terceros esenciales de servicios de TIC creado por las tres AES. Este foro se estableció para hacer un seguimiento de las actividades de los proveedores de servicios de TIC que son esenciales para el sistema financiero. El Foro de Supervisión es un órgano de gobierno fundamental creado en el marco del Reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA)<sup>19</sup> para apoyar al Comité Mixto de las AES. Funciona como un subcomité asesor integrado por representantes de alto nivel de las autoridades nacionales y europeas competentes, el BCE y la JERS. El Foro de Supervisión es de importancia crucial para el proceso de designación de proveedores terceros de servicios de TIC como esenciales para el sistema financiero<sup>20</sup>. También proporciona asesoramiento sobre la revisión anual de las actividades de seguimiento, prepara proyectos de posiciones conjuntas y actos comunes del Comité Mixto y fomenta la coordinación para fortalecer la

<sup>18</sup> Véanse la Recomendación JERS/2021/17 y el informe complementario titulado «Mitigating systemic cyber risk», Junta Europea de Riesgo Sistémico, enero de 2022.

<sup>19</sup> Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero y por el que se modifican los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 909/2014 y (UE) 2016/1011 (DO L 333 de 27.12.2022, p. 1).

<sup>20</sup> Véase la lista de proveedores terceros de servicios de TIC esenciales designados publicada el 18 de noviembre de 2025.

resiliencia operativa digital del sector financiero de la UE. Su labor está respaldada por la Red de Supervisión Conjunta (Joint Oversight Network) y los equipos conjuntos de examinadores (Joint Examination Teams), que facilitan la coordinación entre sectores y el intercambio de información entre las AES.

## 2.1.2 Crecimiento en riesgo

**El seguimiento de la manera en la que las condiciones macrofinancieras y las distintas políticas influyen en los riesgos a la baja para el crecimiento económico aporta información importante para evaluar la orientación de la política macroprudencial.** El marco de «crecimiento en riesgo» (GaR, por sus siglas en inglés) forma parte del conjunto de herramientas analíticas de la JERS y proporciona métricas cuantitativas para ayudar a los responsables de la formulación de políticas a determinar si la resiliencia del sector bancario es acorde con los riesgos existentes. El GaR, que se explica con detalle en el [informe](#) del Expert Group on Macroprudential Stance (2021) de la JERS y en el [informe](#) del Contact Group on Macroprudential Stance (2024), vincula las condiciones macrofinancieras, los riesgos sistémicos, las tensiones financieras, los factores estructurales y las políticas macroprudenciales con la distribución del crecimiento futuro del PIB en los distintos países del Espacio Económico Europeo (EEE) y en el EEE en su conjunto, con el foco puesto en la cola inferior para estimar los riesgos a la baja. Si bien el crecimiento económico no es un objetivo directo de la política macroprudencial, unos riesgos sistémicos elevados que representen una amenaza para la estabilidad financiera aumentan la probabilidad de que se produzcan recesiones profundas. El GaR facilita una perspectiva de futuro para calibrar el crecimiento adverso, evaluar los riesgos y las contribuciones para el avance del PIB en entornos macrofinancieros cambiantes e informar las políticas en materia de estabilidad financiera.

**Los trabajos recientes de la JERS se basan en la experiencia adquirida en la aplicación del marco GaR a la evaluación de los riesgos sistémicos y al análisis macroprudencial y mejoran dicha experiencia, con el foco puesto en aspectos de datos y aplicaciones analíticas.** Por el lado de los datos, el conjunto de variables explicativas se ha expandido para incluir indicadores como el capital bancario, la ratio de carga financiera y el indicador de sentimiento económico, basándose en la literatura<sup>21</sup>. Asimismo, la especificación empírica se ha ampliado para tener en cuenta las fuentes de riesgo emergentes y transversales mediante la incorporación de indicadores del riesgo geopolítico y su interacción con las vulnerabilidades internas. El trabajo metodológico se ha centrado en desarrollar análisis de sensibilidad para distintos escenarios y metodologías con el fin de examinar la forma en que las perturbaciones en los factores de riesgo pueden afectar a los datos de crecimiento a lo largo del tiempo.

**Durante el pasado año el modelo ha servido de apoyo para los trabajos analíticos de la JERS proporcionando información cuantitativa sobre los**

<sup>21</sup> Véase, por ejemplo, J. H. Lang, M. Rusnák y M. Greiwe, «[Medium-term growth-at-risk in the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2808, BCE, Frankfurt am Main, abril de 2023.

**riesgos de cola y sus principales determinantes.** En el informe de la serie *Macroprudential Commentaries* de la JERS titulado «*Navigating tail risks: assessing euro area economic growth and equity market vulnerabilities*» (2025) se utiliza el GaR para cuantificar la influencia de las condiciones macrofinancieras en los riesgos a la baja para el crecimiento de la zona del euro y se estudian los escenarios de tensión en los que se produce un aumento acusado de las turbulencias financieras o de la incertidumbre sobre las políticas. En el informe del BCE/JERS titulado «*Financial stability risks from geoeconomic fragmentation*» (2026) se aplica la especificación de GaR a un análisis de la transmisión de las perturbaciones geopolíticas a la distribución del crecimiento económico a lo largo del tiempo (véase recuadro 2) y se obtienen implicaciones cuantitativas para los riesgos sistémicos en el EEE y a escala nacional.

**En los nuevos desarrollos del marco se pondrá el foco en consolidar su papel como elemento fundamental de las actividades periódicas de la JERS de seguimiento de riesgos y evaluación de la orientación de la política macroprudencial.** Esta labor podría incluir la mejora de las métricas existentes y el desarrollo de herramientas complementarias para reforzar la perspectiva transfronteriza e intersectorial de las actividades de medición y evaluación macroprudenciales de la JERS, en consonancia con el enfoque actualizado para cumplir su mandato (véase recuadro 10). Un objetivo relacionado consiste en mejorar el análisis del equilibrio entre riesgos sistémicos y resiliencia financiera explorando escenarios alternativos y supuestos de política macroprudencial, e integrando el impacto de otras políticas (monetaria y fiscal en particular). Estos esfuerzos también reflejan las limitaciones inherentes del marco; al basarse en relaciones y datos históricos, este marco debería emplearse para informar los debates de política macroprudencial en el contexto de un análisis de riesgos más amplio que incorpore el juicio experto, y no como una herramienta que se aplica de forma mecánica.

### 2.1.3 Interrelaciones entre las entidades de crédito y las entidades financieras no bancarias

#### Recuadro 6

#### Vínculos entre las entidades de crédito y el sector de intermediación financiera no bancaria

**Durante el período de referencia, la JERS y el BCE analizaron la forma en la que las conexiones entre las entidades de crédito de la UE y los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) pueden transmitir y amplificar las perturbaciones.** Los resultados se publicaron en un informe conjunto del BCE y de la JERS titulado «*Financial stability risks from linkages between banks and the non-bank financial intermediation sector*». El análisis se centra en tres actividades principales a través de las cuales las entidades de crédito están vinculadas con los

IFNB: la gestión de la liquidez, la provisión de apalancamiento y la creación de mercado. Estas actividades dan lugar a: i) la financiación de las entidades de crédito por parte de los IFNB, ii) la provisión de apalancamiento y crédito por parte de los bancos a los IFNB y iii) exposiciones en derivados de las entidades de crédito frente a los IFNB. Las interacciones entre las entidades de crédito de la UE y los IFNB se producen a escala mundial y se concentran en las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) de la UE.

**Del informe se desprende que alrededor del 15 % de los balances bancarios de la UE está financiado por IFNB, principalmente mediante depósitos, repos y valores representativos de deuda.** Una gran parte de esta financiación es a corto plazo, suele ser en euros y en dólares estadounidenses, y está concentrada en un número reducido de proveedores que son IFNB y grandes bancos especializados. Una perturbación de precios negativa y sistémica en los mercados de activos podría dar lugar a solicitudes de reembolso a los IFNB y a ajustes de los márgenes de garantía en operaciones de derivados y de *repos*. Esto, a su vez, podría provocar una disminución generalizada de la financiación concedida por los IFNB a las entidades de crédito. Las tenencias a largo plazo de deuda bancaria por parte de empresas de seguros y fondos de pensiones sustentan la capacidad de absorción de pérdidas y de financiación estable de los bancos, pero también pueden generar riesgos de «efecto acantilado» si las rebajas de la calificación crediticia desencadenan ventas forzadas.

**El crédito bancario a los IFNB es ligeramente menor, en torno al 10 % de los activos bancarios totales. Alrededor de una cuarta parte de la exposición crediticia de los bancos a IFNB es frente a entidades potencialmente apalancadas.** Los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y las sociedades y agencias de valores obtienen financiación de las entidades de crédito a través de operaciones de *repos* y utilizan el apalancamiento para la negociación a corto plazo. Por ejemplo, la financiación mediante adquisiciones temporales (*reverse repos*) facilitada a fondos de inversión libre se ha duplicado con creces en los cuatro últimos años. Estos fondos suelen estar domiciliados fuera de la zona del euro y operan en mercados en dólares estadounidenses. Los vínculos pueden acrecentar la vulnerabilidad ante perturbaciones en los precios de los activos, lo que podría dar lugar a la reversión de posiciones y a ventas forzadas. Estas dinámicas podrían amplificar los movimientos de los mercados y generar pérdidas tanto para el sector bancario como para los IFNB. Las entidades bancarias también otorgan préstamos a plazo y líneas de crédito a IFNB potencialmente apalancadas que invierten en activos a largo plazo ilíquidos, como los fondos de inversión inmobiliaria comercial y prestamistas no bancarios. Estas exposiciones podrían ser vulnerables a las perturbaciones que afecten a los activos subyacentes, lo que podría traducirse en pérdidas crediticias para los bancos.

**Para contribuir a la identificación de riesgos, el informe se basa en conjuntos de datos granulares integrados recientemente.** Muestra que las autoridades necesitan tener acceso a datos granulares a nivel de operación y de empresa, y es fundamental que puedan vincular distintos conjuntos de datos entre sectores y jurisdicciones para entender las interconexiones entre el sector bancario y el de

IFNB. El informe se basa en datos de AnaCredit, de estadísticas sobre carteras de valores, de operaciones de financiación de valores y de derivados en virtud del EMIR. Sin embargo, el análisis pone de relieve las trabas derivadas de la limitada disponibilidad de datos sobre los balances y el riesgo de los IFNB, la cobertura geográfica restringida de los datos a nivel de operación y el acceso fragmentado a los datos. Mejorar el intercambio de información mediante un mecanismo centralizado podría subsanar algunas de estas limitaciones.

## 2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio

**En consonancia con la aplicación a su labor de un enfoque basado en las actividades, durante el período analizado la JERS trabajó en una variedad de temas, algunos de los cuales afectan a varios sectores del sistema financiero. Estos temas se analizan con detalle en las secciones siguientes.**

### 2.2.1 Titulizaciones

**Durante el período analizado, la JERS aportó una perspectiva de estabilidad financiera a la revisión legislativa del marco de titulizaciones de la UE.** En el **informe**, que se publicó en mayo de 2025<sup>22</sup>, se llegó a la conclusión de que ampliar los criterios de simplicidad, transparencia y normalización (STS, por sus siglas en inglés) a las titulizaciones de balance no plantea ningún riesgo significativo para la estabilidad financiera. En vista de las próximas modificaciones del Reglamento de titulizaciones<sup>23</sup>, el informe subrayó que todo cambio de los criterios STS debería examinarse con detenimiento desde una perspectiva de estabilidad financiera para asegurarse de no introducir fuentes de riesgo sistémico. Por ejemplo, se advierte de que permitir que empresas de (rea)seguros actúen como proveedores admisibles de cobertura del riesgo de crédito mediante garantías personales con arreglo al marco STS podría crear un canal de contagio del sector de (rea)seguros al sector bancario a través de los riesgos de concentración y de contraparte.

**La JERS escribió a los colegisladores y señaló áreas en las que las modificaciones propuestas al Reglamento de titulizaciones podrían dar lugar a riesgos para la estabilidad financiera.** En cartas dirigidas al **Consejo de la Unión Europea** y a los **miembros del Parlamento Europeo** en julio de 2025 manifestó su preocupación con respecto a la propuesta de la Comisión Europea de permitir la inclusión de garantías personales concedidas por empresas de (rea)seguros conforme al marco de titulizaciones sintéticas STS. En las cartas se señalaba el

<sup>22</sup> El contenido del informe se resume en el recuadro 5 del Informe Anual de 2024 de la JERS.

<sup>23</sup> Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012 (DO L 347 de 28.12.2017, p. 35).

riesgo de que las garantías personales aumentaran el riesgo de concentración y el riesgo de contraparte para las entidades de crédito, y el primero elevaría también el riesgo de prociclicidad. Para las empresas de seguros, el riesgo se derivaría del incremento de los riesgos de concentración y de crédito, agravados por la reducción de los requerimientos de capital con arreglo a las reformas de Solvencia II, lo que debilitaría su capacidad para absorber perturbaciones financieras. Además de destacar estas preocupaciones, en las cartas también se indicaba la necesidad de asegurar que la JERS pueda seguir cumpliendo su mandato de forma eficaz. Para ello, se solicitaba que los legisladores añadieran una referencia a la JERS en el artículo que establece el marco de cooperación entre las autoridades competentes y las AES.

**En octubre de 2025, el jefe de la Secretaría de la JERS reiteró estas cuestiones en un intercambio de puntos de vista sobre el marco de titulizaciones de la UE organizado por la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo<sup>24</sup>.** Subrayó la importancia de que el mercado de titulizaciones de la UE sea sólido y funcione correctamente para aumentar la competitividad económica y la resiliencia financiera de la UE. Al mismo tiempo, advirtió de que las titulizaciones, aunque abren posibilidades de financiación, tienen limitaciones en lo que se refiere a su capacidad para fomentar la inversión en renta variable. Concretamente, señaló que las titulizaciones no se han diseñado para: i) canalizar capital hacia *start-ups* altamente innovadoras, ii) movilizar el ahorro de los hogares para destinarlo a inversiones productivas en la economía real o iii) abordar la fragmentación de los mercados de capitales de la UE o contribuir al desarrollo y al fortalecimiento de sus mercados de renta variable. También acogió favorablemente los aspectos positivos de la propuesta de la Comisión Europea para mejorar el marco de titulizaciones y reiteró las preocupaciones con respecto a la inclusión de las empresas de seguros como proveedores de garantías personales.

## 2.2.2 Criptoactivos y finanzas descentralizadas

**En octubre de 2025, la JERS publicó un informe en el que se abordan cuestiones principales en el ecosistema de criptoactivos, con el foco puesto en las *stablecoins*, los productos de inversión en criptoactivos y los grupos multifuncionales.** El informe pone de relieve el rápido crecimiento del mercado mundial de *stablecoins*, que se ha más que duplicado desde mayo de 2023, en parte como consecuencia de las políticas estadounidenses que promueven la adopción de *stablecoins* denominadas en dólares. Esta expansión subraya la creciente interconexión entre estas criptomonedas y las finanzas tradicionales, particularmente mediante los activos de reserva mantenidos en los bancos comerciales.

**Adicionalmente, en el informe se indica la creciente accesibilidad de los productos de inversión en criptoactivos para inversores institucionales y**

---

<sup>24</sup> Véase F. Mazzarferro, «[Review of the EU securitisation framework](#)», discurso pronunciado en el intercambio de puntos de vista de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, Bruselas, 13 de octubre de 2025.

**minoristas, lo que señala una mayor integración en las finanzas tradicionales.**

Los grupos multifuncionales, que ofrecen servicios relacionados con los criptoactivos junto con otras actividades financieras y no financieras, plantean retos de supervisión significativos debido a sus estructuras opacas y a la posibilidad de que recurran a prácticas de arbitraje regulatorio transfronterizo, en especial cuando operan fuera de la UE. Para afrontar estos riesgos, la JERS insta a mejorar la cooperación supervisora y a establecer obligaciones de información a nivel de grupo.

**Por último, en el informe se describen las vulnerabilidades para la estabilidad financiera asociadas a las *stablecoins* emitidas conjuntamente por entidades de la UE y de terceros países que se presentan como intercambiables en función de un modelo «de múltiples emisores».** En el informe se ponen de relieve los riesgos originados por las solicitudes masivas de reembolsos y las restricciones jurisdiccionales a la transferencia de activos durante periodos de tensiones. Cabe resaltar el hecho de que en el Reglamento MiCA no se abordan actualmente estos modelos de emisión conjunta transfronteriza. Para dar respuesta a estas preocupaciones, la JERS ha emitido una Recomendación dirigida a las autoridades públicas, instándolas a emprender ajustes regulatorios y medidas supervisoras con el fin de abordar eficazmente estos riesgos (véase también el recuadro 6).

**Los mercados de criptoactivos siguen siendo muy frágiles y volátiles, como ilustra el impacto duradero de los acontecimientos de octubre de 2025.** Al operar durante las 24 horas del día los siete días de la semana y, con frecuencia, sin ningún «guardián de acceso» (*gatekeeper*) o mecanismo de interrupción automática (*circuit breakers*), estos mercados reaccionan con rapidez e intensidad a acontecimientos negativos. El 10 de octubre de 2025, la amenaza del Gobierno de Estados Unidos de imponer aranceles a China desencadenó el desplome de los mercados de criptoactivos, lo que se tradujo en la liquidación de más de 19 mm de dólares estadounidenses en posiciones apalancadas en un solo día. Fue el acontecimiento de este tipo de mayor magnitud en la historia de estos mercados. La combinación del apalancamiento excesivo y los mecanismos de desapalancamiento automático de los mercados intensificó las ventas masivas, generando una cascada de liquidaciones que se autoalimentaba. Durante las turbulencias, USDe (*stablecoin* sintética) perdió su paridad de forma breve, pero significativa, y cotizó a 0,65 dólares en un mercado importante al tiempo que se mantuvo próxima a su paridad en otras plataformas. La crisis puso de manifiesto vulnerabilidades considerables en la estructura de los mercados de criptoactivos; Bitcoin entró en un mercado bajista sostenido, lo que puso en entredicho su supuesta función como depósito de valor.

**La fragmentación de los enfoques regulatorios en el mundo con respecto a los activos digitales sigue planteando un reto significativo.** Pese al carácter transfronterizo de los criptoactivos, en 2025 el entorno regulatorio a escala global continuaba fragmentado, con oportunidades considerables de arbitraje regulatorio. La Junta General señaló en su reunión de junio de 2025 que la UE había aplicado plenamente las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) relativas a las *stablecoins* globales mediante el Reglamento

MiCA. Sin embargo, también observó que fuera de la UE no todas las jurisdicciones habían implementado las recomendaciones del FSB en su totalidad.

## Recuadro 7

### Recomendación de la JERS sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países

**Los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países surgieron a mediados de 2024 y actualmente incluyen el segundo emisor de *stablecoins* más grande del mundo.** Estos sistemas consisten en un emisor de *stablecoins* radicado en la UE que colabora con un emisor situado fuera de la UE para emitir conjuntamente fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés), un tipo de *stablecoin* definida en el Reglamento MiCA. Las EMT emitidas por ambas entidades comparten las mismas características técnicas y son presentadas por los emisores como intercambiables. Sin embargo, cada emisor opera con arreglo a un marco jurídico diferente, y las reservas que respaldan las EMT se distribuyen entre jurisdicciones distintas.

**Dada la naturaleza específica de este modelo de negocio, los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países amplifican los riesgos para la estabilidad financiera y constituyen vulnerabilidades significativas para la UE.** En primer lugar, una solicitud masiva de reembolsos podría incitar a los titulares a dirigir sus solicitudes primero al emisor de la UE, dada la protección que les otorga el Reglamento MiCA, lo que tensionaría sus reservas, retrasaría los reembolsos y amplificaría aún más las retiradas masivas dentro del bloque. En segundo lugar, existe el riesgo de que las autoridades de terceros países impongan restricciones a la transferencia de reservas entre jurisdicciones. En el Reglamento MiCA no se mencionan explícitamente estos sistemas y, por tanto, no puede abordar los riesgos asociados; en particular, dicho Reglamento no incluye ningún mecanismo para evaluar la equivalencia de la normativa de un tercer país, que es un requisito previo para establecer una cooperación supervisora entre la UE y la autoridad de ese país.

**Para mitigar esos riesgos, dada la dinámica de los mercados y las limitaciones del marco jurídico vigente, la Junta General adoptó una Recomendación sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países (JERS/2025/9) en septiembre de 2025.** En dicha recomendación, la JERS establece una estrategia doble.

- En primer lugar, recomienda que la Comisión no considere que esos sistemas están permitidos conforme al marco actual del Reglamento MiCA.

- En segundo lugar, si la Comisión no aclara esta cuestión, la JERS insta a las autoridades relevantes (como la Comisión, las Autoridades Europeas de Supervisión y las autoridades nacionales de supervisión) a mitigar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de esos sistemas a través de unas salvaguardias adecuadas. Estas incluyen, por ejemplo, medidas de supervisión reforzada, una cooperación internacional más estrecha y la introducción de las modificaciones legales necesarias. La mayoría de las salvaguardias deberán estar implantadas antes de que finalice 2026, y las demás antes del final de 2027.

**En consonancia con el marco jurídico aplicable, la JERS realiza un seguimiento de la aplicación de esta Recomendación.** Sus destinatarios deben comunicar al Parlamento Europeo, al Consejo, a la Comisión y a la JERS las medidas adoptadas en respuesta a la Recomendación o justificar el motivo en caso de inacción.

### 2.2.3 Compensación centralizada

**En junio de 2025, la JERS respondió a la consulta de la ESMA sobre el proyecto de normas técnicas de regulación para detallar en mayor medida el nuevo régimen de umbrales de compensación del EMIR<sup>25</sup>.** El nivel de los umbrales de compensación tiene varias consecuencias. En primer lugar, determina qué entidades de contrapartida están sujetas a la obligación de compensación. En segundo lugar, establece qué entidades de contrapartida deben usar técnicas de mitigación de riesgos, incluido el intercambio de márgenes, para las operaciones compensadas bilateralmente. En tercer lugar, influye en qué entidades están obligadas a mantener cuentas activas en entidades de contrapartida central (ECC) de la UE para los contratos de derivados relacionados con los servicios de compensación que la ESMA ha identificado como de importancia sistémica sustancial para la estabilidad financiera de la UE o de uno o más de sus Estados miembros. En su respuesta, la JERS manifestó su apoyo al enfoque general de la ESMA con respecto a la recalibración de los umbrales de compensación y expresó satisfacción con el enfoque estructurado y basado en datos subyacente a la consulta. También animó a usar una actualización de datos antes de la finalización de la consulta. Asimismo, la JERS valoró positivamente la intención de la ESMA de mantener la simplicidad y la proporcionalidad del marco de umbrales, particularmente con respecto a los derivados sobre materias primas, y propuso que se añadieran indicadores adicionales que desencadenen una revisión de los umbrales de compensación.

**En septiembre de 2025, la Secretaría de la JERS respondió al documento de consulta de la ESMA relativo al proyecto de normas técnicas de regulación**

<sup>25</sup> Véase «ESRB response to the ESMA consultation on the draft technical standards to further detail the new EMIR clearing thresholds regime», JERS, junio de 2025.

**sobre requisitos de transparencia de los márgenes**<sup>26</sup>. Acorde con su respuesta a la consulta del BCBS, el CPMI y la IOSCO relativa a la transparencia y la capacidad de respuesta del margen inicial en los mercados con compensación centralizada<sup>27</sup>, la respuesta de la Secretaría a la ESMA respaldó la mejora de la transparencia de los requerimientos de márgenes a lo largo de toda la cadena de compensación. También hizo hincapié en que esa transparencia exige que tanto las ECC como los miembros compensadores realicen esfuerzos para mejorar la predictibilidad de los ajustes de los márgenes de garantía y la gestión de la liquidez. Sin embargo, advirtió de que, pese a que la transparencia y la preparación son fundamentales para mitigar la inestabilidad, estas medidas por sí solas no serán suficientes para evitar espirales adversas desestabilizadoras entre los requerimientos de márgenes y la liquidez de los mercados, en especial en los mercados concentrados.

## Recuadro 8

### La participación de la JERS en el Mecanismo de Seguimiento Conjunto

**Durante el período analizado, la JERS participó en el Mecanismo de Seguimiento Conjunto (Joint Monitoring Mechanism o JMM) creado en abril de 2025.** La tercera revisión del Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR, por sus siglas en inglés)<sup>28</sup> introdujo el JMM como un nuevo órgano. El JMM fue creado por la ESMA para reforzar el seguimiento conjunto de los desarrollos relacionados con las ECC de la UE, los miembros compensadores y los clientes. Está integrado por representantes de la ESMA, la EBA, la EIOPA, la JERS, el BCE, el MUS y bancos centrales emisores, así como por varios observadores, entre ellos la Comisión Europea. El jefe de la Secretaría de la JERS representa a la JERS y se nombra a otro empleado como suplente.

**El JMM tiene varias tareas y responsabilidades, la mayoría definidas en el artículo 23 ter del EMIR.** Una de las fundamentales es el seguimiento de la aplicación de los requerimientos exigidos para las cuentas activas y la provisión de servicios de compensación. La revisión del EMIR 3 exige que determinadas entidades de contrapartida financieras y no financieras mantengan cuentas activas en ECC de la UE para los contratos de derivados relacionados con los servicios de compensación que la ESMA ha identificado como de importancia sistémica sustancial para la estabilidad financiera de la UE o de uno o más de sus Estados miembros. Otra tarea principal es el seguimiento de las implicaciones transfronterizas de las relaciones de compensación de clientes, entre ellas la portabilidad, y las interdependencias e interacciones de los miembros

<sup>26</sup> Véase «ESRB Secretariat's response to ESMA's consultation paper on EMIR 3 draft RTS on Margin Transparency requirements», JERS, septiembre de 2025.

<sup>27</sup> Véase «ESRB response to the consultative report by the BCBS, CPMI and IOSCO on transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets – review and policy proposals», JERS, abril de 2024.

<sup>28</sup> Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO L 201 de 27.7.2012, p. 1).

compensadores y de los clientes con otras infraestructuras de los mercados financieros. El JMM debe contribuir también al desarrollo de las pruebas de resistencia de las ECC a escala de la UE y tiene encomendada la tarea de identificar los riesgos de concentración, en particular en la compensación de clientes, debido a la integración de los mercados financieros de la UE, también en los casos en los que varias ECC, miembros compensadores o clientes utilizan los mismos proveedores de servicios. Asimismo, el JMM realizará un seguimiento de la eficacia de las medidas dirigidas a mejorar el atractivo de las ECC de la UE, promoviendo la compensación en las ECC de la UE y mejorando el seguimiento de los riesgos transfronterizos. El JMM ha sido diseñado para facilitar el intercambio de información relevante y coordinará las aportaciones de sus miembros a las evaluaciones o informes de la ESMA con arreglo al EMIR. Por último, el JMM debe notificar a la ESMA si detecta una situación en la que es probable que se materialicen riesgos para la estabilidad financiera en la UE en el contexto del requisito de mantener cuentas activas, como consecuencia de circunstancias específicas que desencadenan un acontecimiento con implicaciones sistémicas en virtud del artículo 7 *bis*, apartado 10, del EMIR.

**La JERS participó activamente en las reuniones del JMM.** Aportó información para el marco de evaluación del requisito de mantener cuentas activas que el JMM tiene que elaborar. El objetivo principal de esta obligación es reducir las exposiciones a servicios de compensación de importancia sistémica sustancial ubicados en terceros países. La propuesta de la JERS de crear un marco cualitativo se estructuró en torno a tres tipos de características: «demasiado grandes para caer», poder de dependencia (*lock-in*) y poder normativo (*rulebook power*). Asimismo, la JERS presentó al JMM su marco de seguimiento de riesgos macroprudenciales del ecosistema de compensación (disponible, en parte, en la sección 8 del [ESRB Risk Dashboard](#), ya publicado). La JERS describió cómo se calculan los indicadores de riesgo de las ECC sobre la base de los datos publicados por las ECC en el marco de divulgación de información cuantitativa (*public quantitative disclosure*) del CPMI y la IOSCO. El marco abarca la capacidad de resistencia de las ECC, las tensiones de liquidez procíclicas y el riesgo de concentración, entre otros temas.

## 2.2.4 Seguros

**En enero de 2026, la JERS proporcionó asesoramiento a la EIOPA en relación con las Directrices sobre las facultades de supervisión para subsanar las vulnerabilidades en materia de liquidez<sup>29</sup>.** El artículo 144 *ter* de la Directiva de Solvencia II<sup>30</sup> otorga a las autoridades de supervisión facultades para exigir a una

<sup>29</sup> Véase «ESRB advice to EIOPA on the Guidelines on supervisory powers to remedy liquidity vulnerabilities», JERS, 7 de enero de 2026.

<sup>30</sup> Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (versión refundida) (DO L 335 de 17.12.2009, p. 1).

empresa de seguros que refuerce su posición de liquidez<sup>31</sup> cuando se detecten deficiencias o riesgos de liquidez materiales. Con el fin de asegurar que los supervisores apliquen estas facultades de forma coherente, se encomendó a la EIOPA que elaborara directrices<sup>32</sup> en consulta con la JERS (artículo 144 *ter*, apartado 8, de Solvencia II) que respalden la armonización y la aplicación coherente del artículo 144 *ter*. Como parte de esta consulta, la JERS proporcionó asesoramiento para el proyecto de directrices preparado por la EIOPA. En el asesoramiento de la JERS se manifiesta el apoyo a las directrices propuestas y las opciones de política preferidas por la EIOPA. Concretamente, en dicho asesoramiento se acoge con satisfacción el hecho de que las directrices de la EIOPA: i) describan con más detalle la forma, la calibración y la activación de las facultades supervisoras para reforzar la posición de liquidez; ii) incluyan una lista no exhaustiva de actuaciones supervisoras posibles cuya aplicación podría exigirse a una empresa de seguros; iii) subrayen que los criterios para identificar circunstancias excepcionales deberían tener en cuenta factores tanto micro- como macroeconómicos, así como las condiciones específicas de los mercados y la evolución concreta de las entidades, y iv) promuevan una cooperación y un intercambio de información estrechos entre las autoridades de supervisión.

**En marzo de 2026, la JERS publicó su asesoramiento a la EIOPA en relación con las Directrices sobre la serie de escenarios para evaluar la credibilidad y la viabilidad de los planes preventivos de recuperación de las empresas de seguros.** Un plan preventivo de recuperación (PRP, por sus siglas en inglés) es una de las herramientas incluidas en la Directiva sobre recuperación y resolución de empresas de seguros y reaseguros (IRRD, por sus siglas en inglés)<sup>33</sup> que puede ayudar a reducir la probabilidad de quiebra de una empresa aseguradora. El artículo 5, apartado 7, de la IRRD exige que las empresas de seguros comprueben si su PRP es adecuado para su fin evaluando su credibilidad y su viabilidad en el contexto de una serie de escenarios que podrían afectar a su perfil de activos y pasivos. A este respecto, en el artículo 5, apartado 11, de la IRRD se encomienda a la EIOPA que elabore directrices en cooperación con la JERS relativas a la serie de escenarios para evaluar un PRP. En el asesoramiento de la JERS a la EIOPA se valora el hecho de que el proyecto de directrices: i) proporcione un conjunto mínimo de hechos para las categorías de escenarios (idiosincrásicos, sistémicos y una

<sup>31</sup> La JERS había compartido previamente sus perspectivas sobre la importancia de las medidas de supervisión contempladas en los artículos 144 *bis* a 144 *quinquies* de la Directiva de Solvencia II, incluidas las medidas para abordar y realizar un seguimiento de las vulnerabilidades en materia de liquidez. Véase «ESRB advice to EIOPA on the criteria for identification of exceptional sector-wide shocks», JERS, 19 de diciembre de 2024.

<sup>32</sup> Las Directrices de la EIOPA en virtud del artículo 144 *ter*, apartado 8, de la Directiva de Solvencia II especifican: a) las medidas destinadas a corregir las deficiencias en la gestión del riesgo de liquidez y la forma, la activación y la calibración de las facultades que las autoridades de supervisión podrán ejercer para reforzar la situación de liquidez de las empresas cuando se detecten riesgos de liquidez y estos no sean subsanados de forma adecuada; b) la existencia de circunstancias excepcionales que justifiquen la suspensión temporal de los derechos de rescate, y c) las condiciones para garantizar la aplicación coherente de la suspensión temporal de los derechos de rescate como medida de último recurso en toda la Unión y los aspectos que deberán considerarse para proteger por igual y de forma adecuada a los tomadores de seguros en todos los países de origen y de acogida.

<sup>33</sup> Directiva (UE) 2025/1 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2024, por la que se establece un marco para la recuperación y la resolución de las empresas de seguros y reaseguros, y por la que se modifican las Directivas 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE y (UE) 2017/1132 y los Reglamentos (UE) n.º 1094/2010, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 806/2014 y (UE) 2017/1129 (DO L de 8.1.2025).

combinación de ambos) que deberían tener en cuenta las empresas de seguros, y ii) incluya hechos que evolucionan de forma lenta y rápida, y ponga de relieve la importancia de los escenarios que abarquen un período u horizonte temporal razonables. Esto resulta útil para las empresas de seguros y para los supervisores. En el asesoramiento de la JERS también se sugirió que la EIOPA mejore las directrices incluyendo el riesgo reputacional como situación específica que deberían considerar las empresas de seguros. De este modo, los escenarios utilizados para evaluar un PRP serán más completos. Además, la JERS cree que lo ideal es que la reputación sea una de las dimensiones (junto a la solvencia, la liquidez, la rentabilidad y la capacidad operativa) que utilicen las empresas de seguros para evaluar el impacto de cada uno de sus escenarios. No obstante, la JERS es consciente de que cuantificar el impacto de un escenario sobre la reputación de una empresa de seguros puede ser difícil en este momento.

## 2.2.5 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios para abordar los riesgos del crédito al sector inmobiliario comercial

Un ejemplo del enfoque de la JERS basado en las actividades es el trabajo realizado con respecto a las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) para abordar los riesgos asociados al mercado inmobiliario comercial, como se explica en el recuadro 9.

### Recuadro 9

#### Abordar los riesgos del crédito al sector inmobiliario comercial con medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

**El sector inmobiliario comercial plantea riesgos significativos para la estabilidad financiera debido a su tamaño, su alto apalancamiento, su acusada ciclicidad y su profunda interconexión con el sistema financiero y la economía real.** En la Recomendación de la JERS [JERS/2022/9](#) se solicita a la Comisión Europea que evalúe y, si lo considera necesario, elabore una propuesta de herramientas macroprudenciales basadas en las actividades aplicables de forma coherente a todas las entidades financieras que concedan crédito al sector inmobiliario comercial. Si bien las BBM han demostrado ser eficaces a la hora de frenar el crecimiento excesivo del crédito y fortalecer la capacidad de resistencia de los prestamistas en el mercado inmobiliario residencial, en la actualidad no existe un marco de la UE sobre BBM para el sector de inmuebles comerciales.

En un documento ocasional, la JERS analiza la posibilidad de establecer BBM para el mercado inmobiliario comercial y propone tres instrumentos complementarios para su consideración por la Comisión Europea:

- Primero, una medida relacionada con los ingresos a nivel de empresa destinada a capturar la capacidad de un prestatario para atender el pago de la deuda. En el documento se proponen porcentajes mínimos para la ratio de cobertura de intereses (ICR, por sus siglas en inglés) o la ratio de cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés), definidas como el EBITDA dividido por los gastos anuales por intereses o por la carga total del servicio de la deuda, respectivamente.
- Segundo, una medida relacionada con la financiación a nivel de empresa para restringir el apalancamiento excesivo y velar por que los prestatarios mantengan recursos propios suficientes. En el documento se proponen límites al endeudamiento agregado, expresados como límites a las ratios de deuda sobre capital o de deuda sobre EBITDA.
- Tercero, una medida relacionada con las garantías podría adoptar la forma de límites a la ratio de principal del préstamo sobre el valor de la garantía (LTV).

En el documento se recomienda calcular métricas basadas en los ingresos y en el endeudamiento a nivel de empresa o de grupo consolidado, dado que es acorde con las prácticas de mercado actuales y se incluyen indirectamente todas las fuentes de deuda al incorporar los pasivos totales de la empresa en el cálculo.

**Las BBM se aplicarían directamente a los préstamos concedidos y a los bonos adquiridos por las entidades financieras supervisadas en la UE, y otras fuentes de deuda estarían cubiertas de forma indirecta en el cálculo a nivel de empresa.** Las autoridades nacionales competentes serían las principales responsables de calibrar, activar y hacer un seguimiento de estas medidas en sus respectivas jurisdicciones. Podrían excluirse algunas exposiciones, como viviendas sociales, viviendas en régimen de propiedad y préstamos subordinados entre empresas relacionadas. La obligación de «cumplir o explicar» permitiría desviaciones limitadas y podría aplicarse un umbral de proporcionalidad. Las fugas transfronterizas podrían mitigarse parcialmente mediante decisiones de reciprocidad.

**En el documento se reconocen varias limitaciones del enfoque propuesto. El crédito para bienes inmuebles comerciales es mucho más complejo que el crédito para vivienda, dada la diversidad de tipos de activos, estructuras de financiación y niveles de propiedad mediante vehículos de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés).** Persisten las lagunas significativas de datos relativos al crédito privado y a los préstamos no bancarios, al igual que las limitaciones de datos con respecto a la definición de préstamos bancarios relacionados con el sector inmobiliario comercial en AnaCredit. Los límites a la ratio LTV pueden ser procíclicos, ya que es posible que las valoraciones infladas en periodos de expansión minen su eficacia a la hora de reducir la LGD (*loss given default*) durante periodos de desaceleración. Asimismo, la ratio de cobertura del servicio de la deuda es sensible a las diferencias en los calendarios de amortización y el nivel de los tipos de interés; por lo tanto, los límites que se apliquen a esta ratio pueden amplificar los efectos de endurecimiento de la política monetaria. Estos

retos implican la necesidad de abordar las cuestiones relativas a los datos, y será esencial que se calibren detenidamente y se haga un seguimiento de su aplicación.

## 3      Análisis de las medidas nacionales

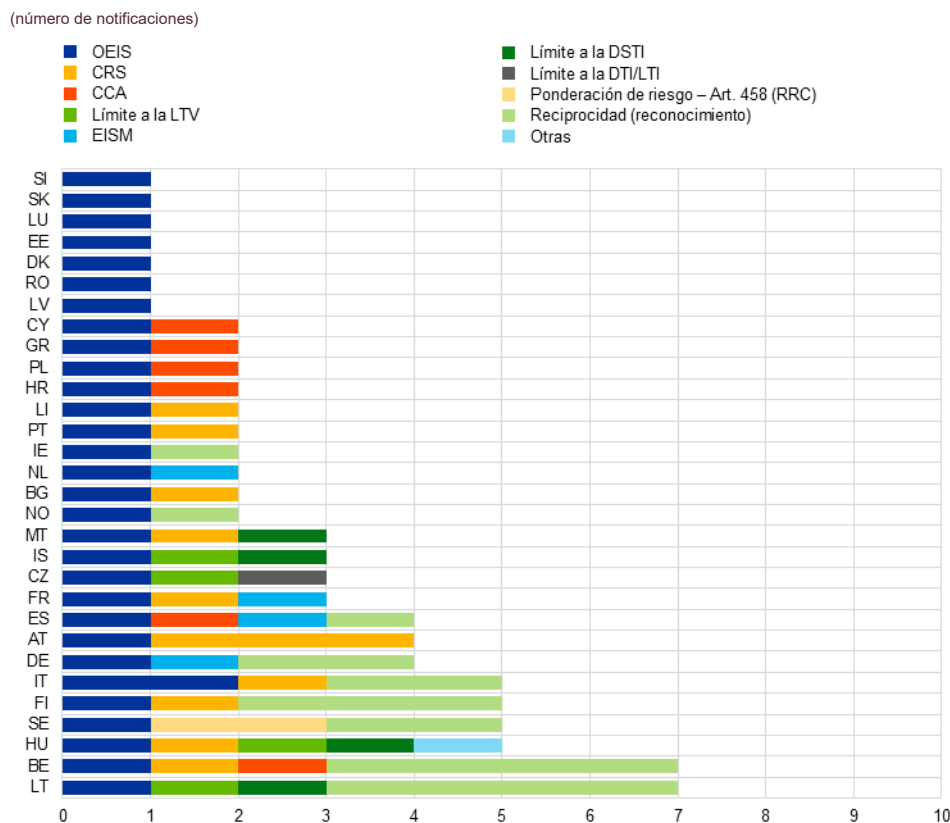
**En esta sección se describen las medidas de política macroprudencial adoptadas por los países del Espacio Económico Europeo (EEE) y notificadas a la JERS durante el período analizado<sup>34</sup>.** En consonancia con el amplio mandato de la JERS y dado que su perspectiva abarca todo el EEE, la institución actúa como plataforma de información sobre las medidas macroprudenciales adoptadas por sus países miembros. La JERS mantiene la base de datos de medidas macroprudenciales adoptadas por los países del EEE y notificadas a la JERS. Durante el período de referencia, todos los países del EEE notificaron a esta institución al menos una medida macroprudencial. Las medidas notificadas a la JERS están ordenadas por tipo de instrumento.

---

<sup>34</sup> Se refiere a las medidas notificadas y anunciadas durante el período analizado, es decir, entre el 1 de abril de 2025 y el 31 de marzo de 2026. Los países envían las notificaciones sobre otras entidades de importancia sistémica (OEIS) una vez al año y, por tanto, hay una entrada por país por año. En el caso de Italia fue preciso realizar un segundo ejercicio de identificación de OEIS con el fin de tener en cuenta las operaciones de consolidación llevadas a cabo en 2025 que no se concluyeron hasta después de haberse iniciado el primer proceso de identificación.

### Gráfico 7

Notificaciones recibidas por la JERS entre abril de 2025 y marzo de 2026, por tipo de medida y por país



Fuente: JERS.

Notas: Solo se han incluido las medidas adoptadas o anunciadas públicamente durante el período analizado. Las medidas de reciprocidad (reconocimiento) son decisiones adoptadas por los países en aplicación recíproca de las medidas macroprudenciales de otros países. «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico; «CRS» al colchón contra riesgos sistémicos; «OEIS» al colchón para otras entidades de importancia sistémica; «EISM» al colchón para entidades de importancia sistémica mundial; «LTV» a la ratio de principal del préstamo sobre el valor de la garantía; «DSTI» a la ratio de servicio de la deuda sobre ingresos; «DTI/LTI» a las ratios de deuda sobre ingresos y de principal del préstamo sobre ingresos, y «RRC» al Reglamento de Requerimientos de Capital.

## 3.1 Descripción de las medidas nacionales

En el período analizado, la aplicación continuada de medidas de política macroprudencial dio lugar a aumentos efectivos, más que a reducciones, de los colchones en diversos países del EEE (gráfico 8). Esto se debió principalmente a que varios países incrementaron sus porcentajes de colchón de capital anticíclico (CCA). En algunos casos, estos aumentos se produjeron con arreglo a un enfoque de porcentaje positivo neutral, según el cual las autoridades tienen el objetivo de aplicar un porcentaje de CCA positivo cuando se considera que los riesgos no son ni bajos ni altos. En lo que respecta a otras medidas, el panorama es más equilibrado. Dos países introdujeron un nuevo colchón contra riesgos sistémicos (CRS) sectorial, uno redujo su porcentaje de este colchón y dos desactivaron el CRS sectorial vigente en respuesta a la disminución de los riesgos sistémicos y, en uno de estos casos, el motivo fue que la autoridad pertinente consideró preferible cubrir el riesgo sectorial remanente a través del CCA.

También se adoptaron una serie de medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés), aunque sin ninguna dirección general clara en lo que respecta al impacto sobre la orientación de la política macroprudencial. Algunos países relajaron las BBM vigentes y otros las endurecieron, ya sea de manera generalizada o para un grupo específico de prestatarios, mientras que otros simplificaron o modificaron los métodos de cálculo de las BBM existentes.

Por último, un país amplió las dos medidas de ponderación de riesgo más estrictas existentes para las exposiciones a los sectores inmobiliarios residencial y comercial. Estas medidas se implementaron con arreglo al artículo 458 del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC)<sup>35</sup>.

---

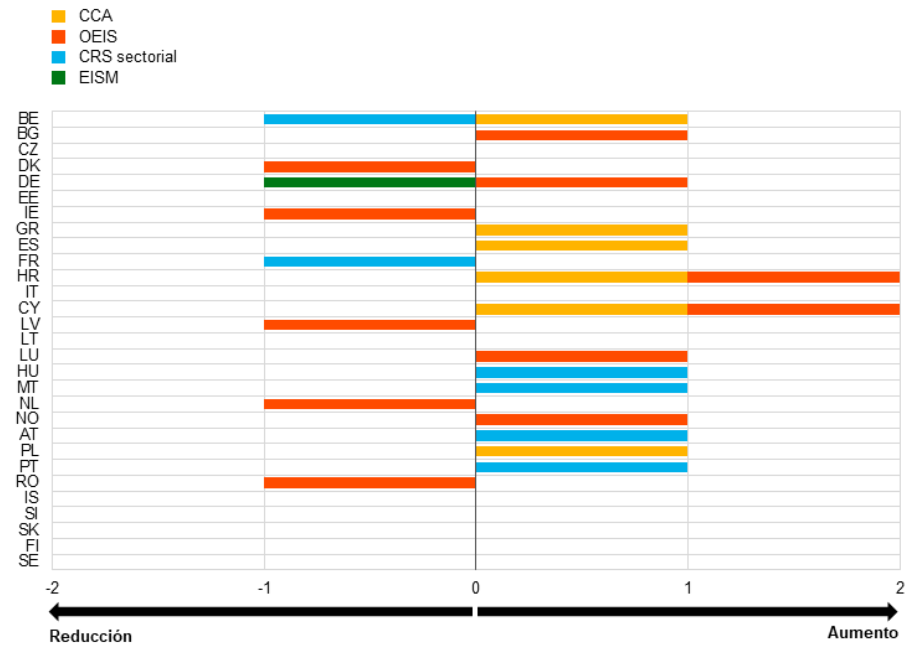
<sup>35</sup> Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

Gráfico 8

Resumen de los cambios en las medidas basadas en el capital y del endurecimiento o relajación de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios entre abril de 2025 y marzo de 2026

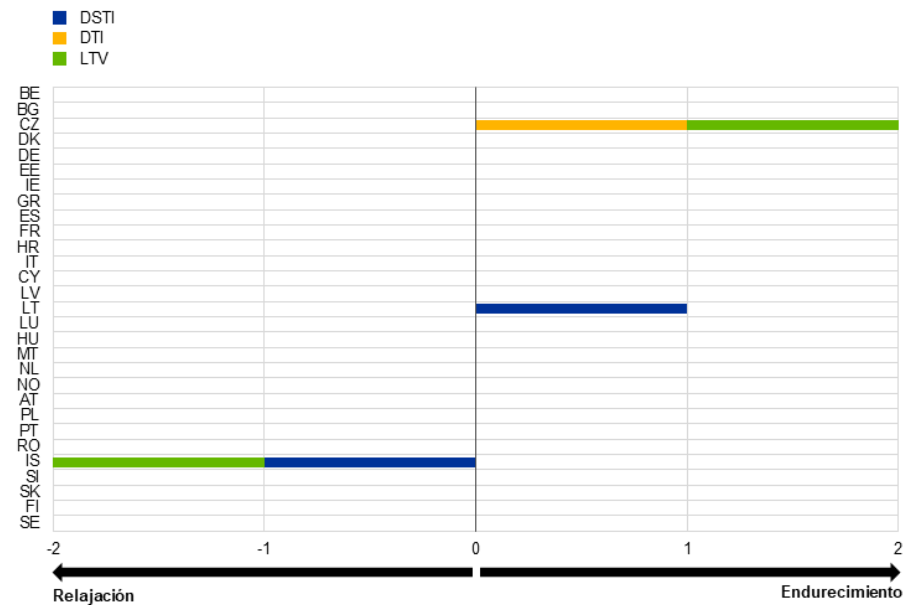
a) Medidas basadas en el capital

(número de medidas)



b) Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

(número de medidas)



Fuente: JERS.  
Notas: «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico; «CRS» al colchón contra riesgos sistémicos; «OEIS» al colchón para otras entidades de importancia sistémica; «EISM» al colchón para entidades de importancia sistémica mundial; «DSTI» a la ratio de servicio de la deuda sobre ingresos y «DTI» a la ratio de deuda sobre ingresos y «LTV» a la ratio de principal del préstamo sobre el valor de la garantía. Las modificaciones técnicas introducidas en los límites a la LTV y la DSTI vigentes en Hungría, que se efectuaron para preservar la eficacia del marco de BBM, no se han considerado una «relajación» o un «endurecimiento» de las medidas a los efectos de este gráfico, pero se describen con detalle en la sección 3.6.

## 3.2 Colchón de capital anticíclico

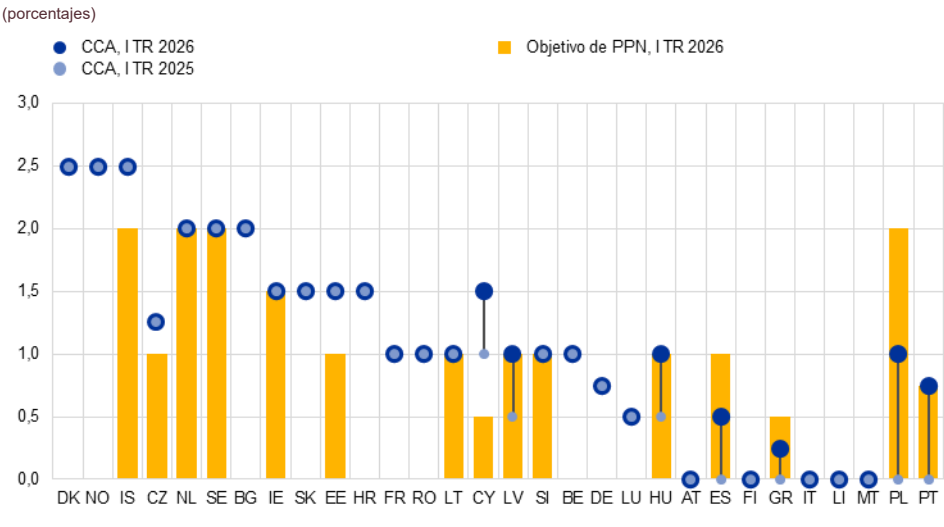
**Durante el período analizado, seis países anunciaron un cambio en sus porcentajes de CCA, endureciendo la orientación de su política macroprudencial en todos los casos, y en algunos de ellos con un enfoque de porcentaje positivo neutral.** Bélgica, Croacia, Chipre, Grecia, Polonia y España incrementaron sus porcentajes de CCA hasta niveles comprendidos entre el 0,5 % y el 2 %. A 31 de marzo de 2026, un total de 25 países habían anunciado o ya aplicaban un porcentaje de CCA positivo. Al igual que el año pasado, en conjunto, 17 países habían adoptado un enfoque positivo neutral, incluidos aquellos que habían anunciado un porcentaje positivo aunque no era efectivo todavía (gráfico 9).

**En algunos países, los incrementos de los CCA estuvieron relacionados con la necesidad de abordar riesgos cíclicos generalizados.** Bélgica decidió elevar su porcentaje de CCA hasta el 1,25 % a partir del tercer trimestre de 2026, al tiempo que desactivó el CRS sectorial aplicable a las exposiciones al sector inmobiliario residencial nacional de las entidades de crédito que aplican el método IRB para calcular los requerimientos de capital. Estas decisiones reflejan una reducción continuada de los riesgos asociados al crédito hipotecario y la preferencia por un marco más amplio y más sencillo de colchones de capital que preserve la resiliencia general de las entidades de crédito frente a los riesgos sistémicos cíclicos (véase la sección 3.3 sobre la desactivación del CRS aplicado a las carteras de préstamos hipotecarios belgas). Bulgaria también anunció un aumento de su porcentaje de CCA hasta el 2,25 %, con efectos a partir del segundo trimestre de 2027, en respuesta a una dinámica de crecimiento sólido y sostenido del crédito y a la mayor incertidumbre del entorno exterior. Croacia decidió elevar su porcentaje de CCA hasta el 2 % a partir de enero de 2027, debido a las ya elevadas vulnerabilidades cíclicas y a un ciclo financiero interno en expansión. Chipre volvió a incrementar su porcentaje de CCA hasta el 1,5 % como consecuencia de los crecientes riesgos sistémicos cíclicos en un contexto de incertidumbre macroeconómica y geopolítica más intensa.

**En otros países, los aumentos se aplicaron para alcanzar el porcentaje de CCA positivo neutral anunciado como objetivo.** El propósito de este enfoque es asegurar la disponibilidad de capital suficiente para liberarlo en una fase temprana del ciclo, para absorber pérdidas y permitir que las entidades de crédito desempeñen sus funciones económicas principales en períodos de recesión. En Grecia, aunque los riesgos sistémicos cíclicos siguen siendo limitados, se estableció un incremento adicional gradual, en dos fases, del porcentaje de CCA, que se situará en el 0,5 % (el objetivo de porcentaje positivo neutral) a partir de octubre de 2026. La autoridad griega subrayó que el favorable entorno macroeconómico y bancario del país propicia la creación de un espacio macroprudencial que salvaguardará la estabilidad financiera a medio plazo. Polonia también elevó su porcentaje de CCA hasta el 1 %, con efectos a partir de septiembre de 2025, y (posteriormente) lo subirá hasta el 2 % para alcanzar el objetivo de porcentaje positivo neutral aplicable a partir de septiembre de 2026, con el fin de reforzar la capacidad de absorción de pérdidas de las entidades de crédito a lo largo del ciclo financiero y mejorar su preparación para afrontar perturbaciones imprevistas.

España aumentó su porcentaje de CCA del 0,5 % al 1 % a partir de octubre de 2026, alcanzando el objetivo de porcentaje asociado a un entorno de riesgos sistémicos cíclicos en un nivel estándar.

**Gráfico 9**  
Porcentajes de CCA aplicados y objetivo de porcentajes positivos neutrales en los países del EEE a 31 de marzo de 2026

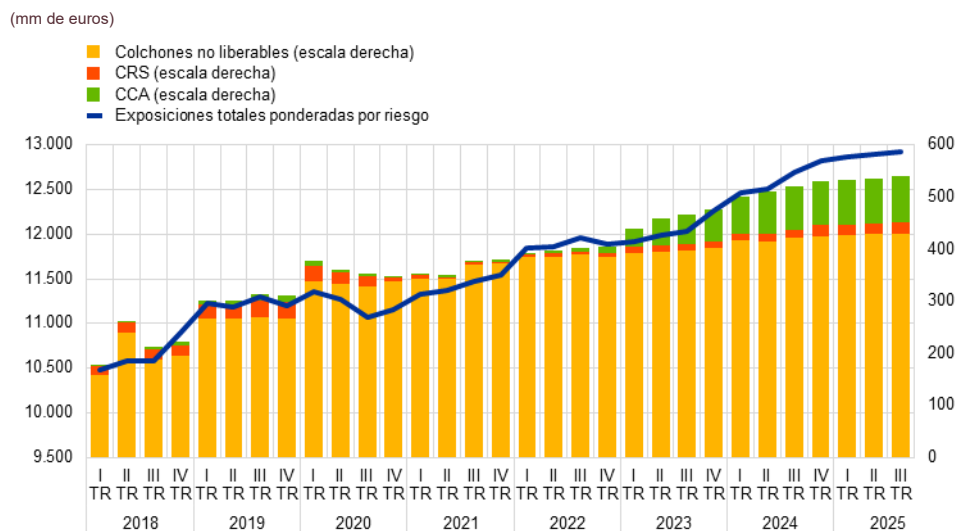


Fuente: JERS.  
Notas: «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico y es el porcentaje vigente en la fecha de referencia. «PPN» es el porcentaje positivo neutral. El gráfico muestra los porcentajes de CCA vigentes al final del primer trimestre de 2025 y el mismo trimestre de 2026, así como los objetivos de PPN. Chipre ha fijado un objetivo de PPN mínimo del 0,5 %. Dinamarca y Noruega no han establecido objetivos explícitos de PPN, pero se incluyen entre los 17 países que han adoptado un enfoque positivo neutral. Dinamarca ha adoptado un enfoque «temprano y gradual» para la fijación de su CCA, y Noruega ha indicado que el porcentaje debería situarse normalmente en la parte superior del intervalo 0 %-2,5 %.

**En toda la zona del euro, los colchones macroprudenciales no liberables (los colchones para entidades de importancia sistémica mundial [EISM] y para otras entidades de importancia sistémica [OEIS] y el colchón de conservación del capital) siguen representando la mayor parte de los colchones totales (gráfico 10).** Los colchones no liberables garantizan la capacidad de resistencia de las entidades de crédito frente a riesgos que no se espera que varíen con el tiempo. Si bien los bancos pueden utilizar estos colchones en épocas de tensión, no se espera una exigencia más laxa en dichos períodos y, por tanto, no sirven para aliviar los requerimientos de capital de las entidades con el fin de amortiguar las perturbaciones. Así pues, cuando las condiciones macroeconómicas y macrofinancieras lo permiten, podría ser beneficioso aumentar de forma proactiva los colchones liberables en algunos países durante períodos de actividad normal con el fin de asegurar la capacidad de resistencia del sector bancario en épocas de crisis.

**Gráfico 10**

Colchones macroprudenciales liberables y no liberables de las entidades de crédito de la zona del euro



Fuente: Statistical Data Warehouse del BCE.

Notas: Los colchones no liberables incluyen los siguientes elementos de la estructura de capital macroprudencial: el colchón de conservación del capital y el mayor entre el colchón para OEIS y el colchón para EISM. Entre el tercer trimestre de 2022 y el tercer trimestre de 2025, los importes de capital mantenidos como CCA aumentaron en 82,4 mm de euros (el aumento se muestra con las partes marcadas en verde). «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico y «CRS» al colchón contra riesgos sistémicos.

**Las normas de capital de la UE para las entidades de crédito también permiten que las autoridades fijen porcentajes de CCA más altos para las exposiciones frente a terceros países.** Dado el número tan elevado de terceros países a los que se podría aplicar esta medida, la JERS, el BCE y los Estados miembros comparten la responsabilidad de esta tarea y se centran en identificar y hacer un seguimiento únicamente de los países frente a los que el sistema bancario del EEE en su conjunto, o cualquier país del EEE, tiene exposiciones materiales. Para implantar un enfoque coherente en toda la UE, la JERS explicó los detalles de su enfoque en la Recomendación JERS/2015/1<sup>36</sup> y en la Decisión JERS/2015/3<sup>37</sup>. En concreto, la JERS establece una lista de terceros países que son materiales para el sistema bancario del conjunto del EEE y realiza un seguimiento de la evolución de esos países. Desde 2020, la muestra identificada —entidades cuyas exposiciones frente a terceros países se tienen en cuenta— se ha ampliado para incluir todo el EEE, no solo la UE<sup>38</sup>.

<sup>36</sup> Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países (JERS/2015/1) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 1).

<sup>37</sup> Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre la determinación de la importancia de terceros países para el sistema bancario de la Unión en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico (JERS/2015/3) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 23).

<sup>38</sup> La definición de tercer país en la Decisión JERS/2015/3 (es decir, cualquiera que no forme parte del EEE), junto con el hecho de que las herramientas macroprudenciales de la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC) y del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC) son aplicables en Islandia, Liechtenstein y Noruega desde el 1 de enero de 2020, hizo necesario incluir a todos los países del EEE en la muestra identificada. Véase la Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 79/2019, de 29 de marzo de 2019, por la que se modifica el anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE [2019/2133] (DO L 321 de 12.12.2019, p.170).

**Durante el período analizado, la JERS revisó la lista de terceros países materiales para el conjunto del EEE y no la modificó con respecto al año anterior.** Esta lista incluye a Brasil, China, Estados Unidos, Hong Kong, México, Reino Unido, Rusia, Singapur, Suiza y Turquía. En consonancia con la Recomendación JERS/2015/1, los países del EEE identificaron terceros países que eran materiales desde la perspectiva de sus sistemas bancarios nacionales y revisaron sus listas en 2025 basándose en sus respectivas metodologías. Durante el período analizado, la JERS no recomendó fijar porcentajes de CCA más elevados para las exposiciones de las entidades de crédito del EEE frente a terceros países y ningún país del EEE lo hizo por iniciativa propia.

### 3.3 Colchón contra riesgos sistémicos

**En Austria y Hungría se introdujo un nuevo CRS sectorial para un subconjunto de exposiciones al sector inmobiliario.** Austria tomó la decisión de activar un CRS sectorial del 1 % para todas las exposiciones frente a sociedades no financieras que operan en los sectores de la construcción e inmobiliario. Este porcentaje no se aplicará a las exposiciones a asociaciones de viviendas asequibles de rentabilidad limitada (*limited-profit housing associations*). El objetivo de esta medida es aumentar la capacidad de asunción de riesgos de este segmento concreto del sistema bancario austriaco. Según la autoridad de este país, el sector inmobiliario comercial presenta un mayor riesgo de impago de créditos y la exposición del sector bancario frente a él sigue siendo significativa en comparación con otros sectores y economías de la UE. Una alta incidencia de impagos podría erosionar la confianza en el sistema bancario austriaco y dar lugar a mayores costes de refinanciación para las entidades de crédito, lo que, en última instancia, afectaría a la economía en su conjunto. Hungría también introdujo un nuevo CRS sectorial del 1 % para las exposiciones a los sectores inmobiliarios residencial y comercial. Según la autoridad húngara, en dicho país han surgido importantes riesgos específicos en ambos sectores. En el de inmuebles residenciales, desde 2020 se lleva observando una sobrevaloración persistente y significativa de los precios de la vivienda, que se ha visto amplificada además por el rápido crecimiento del crédito y por los programas de préstamos subvencionados por el Estado. En el mercado inmobiliario comercial, el incremento de los índices de disponibilidad y los niveles sistemáticamente bajos de inversión apuntan a una elevada aversión al riesgo. Se espera que el CRS sectorial mejore la capacidad de resistencia del sector bancario aumentando el volumen de colchones de capital macroprudenciales liberables y proporcionando la capacidad de absorción de riesgos necesaria frente a todo el *stock* existente y futuro de activos ponderados por riesgo inmobiliario.

**En cambio, Alemania redujo su porcentaje de CRS sectorial vigente que aplica a todas las entidades.** Este país rebajó el CRS sectorial actualmente aplicable del 2 % al 1 %. Según la autoridad alemana, el motivo era la estabilización observada en el mercado inmobiliario residencial nacional. El colchón se aplica a todas las exposiciones garantizadas por inmuebles residenciales. El porcentaje de colchón reducido entró en vigor en mayo de 2025.

### **Bélgica y Francia desactivaron sus porcentajes de CRS sectoriales vigentes.**

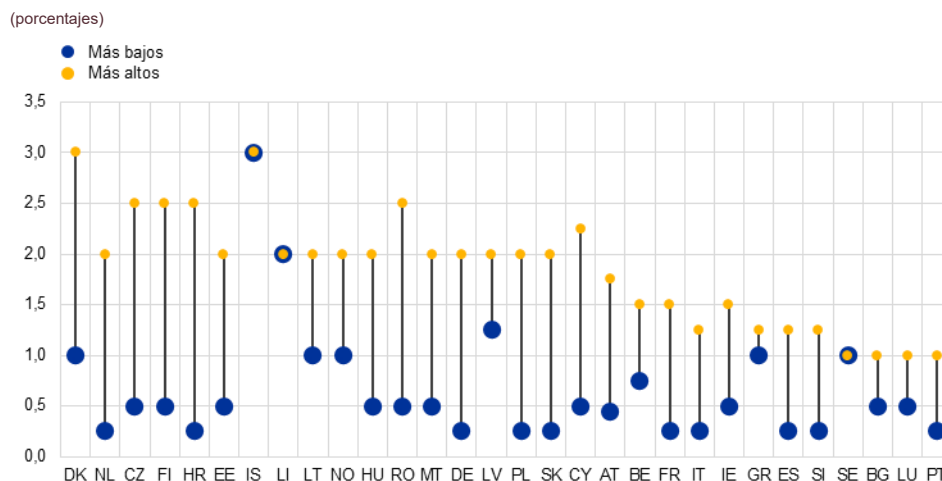
Bélgica anunció su intención de desactivar este colchón del 6 % al 0 % a partir de julio de 2026. De acuerdo con la autoridad belga, esta decisión se debía a la reducción de los riesgos del sector inmobiliario residencial que se llevaba observando desde 2020, gracias a las medidas supervisoras adoptadas y a la evolución positiva del mercado hipotecario. Asimismo, la autoridad consideró que mantener dos colchones separados (uno para los préstamos hipotecarios belgas y otro para otros riesgos sistémicos cíclicos) no era tan beneficioso como utilizar un solo CCA más amplio que incluyera el colchón para préstamos hipotecarios recalibrado. Por tanto, el colchón necesario para cubrir el riesgo se ha integrado en el CCA (véase sección 3.2). En Francia, la decisión de desactivar el CRS se basó en la disminución de los riesgos subyacentes. El CRS sectorial se introdujo en 2023 para abordar las exposiciones de las entidades de crédito a grandes sociedades no financieras altamente apalancadas en un contexto de subida de los tipos de interés y de preocupación por la prociclicidad. Desde entonces, el nivel de apalancamiento de esas sociedades ha descendido, en buena medida como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria, mientras que las entidades han reducido o limitado sus exposiciones a las empresas de mayor riesgo, de modo que el capital adicional exigido por el CRS había dejado de ser significativo.

## **3.4 Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)**

**A 1 de enero de 2026, en el EEE se habían identificado 177 OEIS, ocho menos que el año anterior.** Los porcentajes más altos del colchón para OEIS aplicados a las entidades individuales de cada país del EEE oscilaron entre el 1 % y el 3 % (gráfico 11). La heterogeneidad observada desde hace tiempo en la fijación del porcentaje de colchón para OEIS continuó (es decir, las autoridades de los distintos países aplicaron porcentajes de colchón diferentes a entidades de crédito con puntuaciones de importancia sistémica similares).

**Gráfico 11**

Porcentajes de colchón para OEIS más altos y más bajos, por país, a marzo de 2026



Fuente: JERS.

Nota: «OEIS» se refiere a otras entidades de importancia sistémica.

**En cuatro países del EEE se identificaron un total de siete EISM para 2025.** De conformidad con la lista de entidades de importancia sistémica mundial (EISM) publicada en noviembre de 2025 por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), se identificaron cuatro EISM en Francia, y una en Alemania, otra en Países Bajos y otra en España. Este número es el mismo que en el año anterior. A cinco de estos siete grupos bancarios se les asignó un porcentaje de colchón para EISM del 1 %, y a los otros dos del 1,5 %. Con la excepción de un grupo bancario, cuyo porcentaje se redujo con respecto al año precedente, no se modificaron los porcentajes aplicados a las EISM identificadas previamente.

## 3.5 Medidas de ponderación de riesgo

**Durante el período analizado, un país miembro de la JERS incrementó una medida de ponderación de riesgo para las exposiciones al sector inmobiliario residencial y dos prorrogaron las medidas de ponderación de riesgo más estrictas ya existentes para las exposiciones a inmuebles residenciales y comerciales.** Estas medidas se implementaron con arreglo al artículo 458 del RRC. Las autoridades nacionales consideraron que el riesgo sistémico relacionado con estas medidas no podía abordarse con otras herramientas macroprudenciales.

**Noruega incrementó y prorrogó la aplicación de las medidas nacionales más estrictas vigentes implementadas con arreglo al artículo 458 del RRC.** La medida más estricta que se prorrogó se refería a un nivel mínimo de ponderación de riesgo del 35 % para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario comercial. La prórroga se aplicó debido a la persistencia de riesgos sistémicos derivados del alto nivel de deuda y de la caída de los precios de los inmuebles comerciales, y está previsto que continúe durante un mínimo de dos años a partir

del 31 de diciembre de 2024. Este país también elevó el nivel mínimo de ponderación de riesgo para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario residencial del 20 % al 25 % desde el 1 de julio de 2025 hasta el 31 de diciembre de 2026. El procedimiento de reciprocidad de estas medidas se describe en la sección 3.8.

**Suecia prorrogó otros dos años la aplicación de las medidas nacionales más estrictas vigentes implementadas para afrontar los riesgos en los sectores inmobiliarios residencial y comercial.** Las medidas adoptadas con arreglo al artículo 458 del RRC estaban relacionadas con: i) un nivel mínimo de ponderación de riesgo del 25 % para los préstamos hipotecarios minoristas de este país, y ii) un nivel mínimo de ponderación de riesgo del 35 % y del 25 % para determinadas exposiciones frente a empresas garantizadas por inmuebles comerciales y residenciales, respectivamente. Ambas medidas se aplican a las entidades de crédito que utilizan el método IRB para calcular sus requerimientos de capital regulatorio. En Suecia, las vulnerabilidades del mercado inmobiliario residencial continúan siendo considerables, pese a la estabilización observada recientemente, y los riesgos sistémicos en el segmento de inmuebles comerciales siguen siendo elevados. Así pues, ambas medidas tienen por objeto garantizar que las entidades de crédito mantengan suficientes fondos propios para hacer frente a estos riesgos en caso de que se materialicen. Después de realizar una evaluación, la JERS considera que las medidas deberían seguir preservando la capacidad de resistencia del sector bancario sueco frente a perturbaciones en el mercado inmobiliario residencial nacional. Por tanto, convino en que las medidas debían prorrogarse. Asimismo, la JERS invitó a las autoridades suecas a realizar un estrecho seguimiento de la evolución de las vulnerabilidades en el mercado inmobiliario y a vigilar las posibles interacciones con otras medidas de capital, incluido el suelo de los activos ponderados por riesgo (*output floor*), para evitar solapamientos no deseados. Añadió que las autoridades de ese país deben reconsiderar la necesidad de que la medida siga vigente cuando se haya finalizado la revisión de los modelos internos de las entidades de crédito y el suelo de los activos ponderados por riesgo pase a ser vinculante.

## 3.6 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

**Algunos países ajustaron sus medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) durante el período analizado.** Las autoridades nacionales de cinco países del EEE adoptaron diversas medidas, incluida la modificación de medidas relativas a los ratios LTV y DSTI. En concreto, varios países endurecieron los requerimientos al tiempo que otros los relajaron (de manera general o para un grupo específico de prestatarios), y en otro caso se introdujeron cambios en los métodos de cálculo de las BBM existentes.

**Como se mencionó en el Informe Anual de 2024 de la JERS, Austria modificó el régimen jurídico de sus BBM de vinculantes a no vinculantes el año pasado,**

**con efectos a partir de julio de 2025.** Aunque los límites introducidos en junio de 2022 no se modificaron, el límite al plazo máximo de los préstamos de 35 años y los límites del 90% y del 40% a las ratios LTV y DSTI, respectivamente, pasaron de ser legalmente vinculantes a no vinculantes.

**Islandia y Lituania relajaron sus límites vigentes a la LTV para el crédito hipotecario concedido a prestatarios específicos.** Islandia incrementó su límite a la LTV del 85 % al 90 % para las personas que adquieren vivienda por primera vez, mientras que para otros prestatarios se mantuvo en el 80 %. Al mismo tiempo, se modificaron otras BBM, como se describe más adelante. Lituania introdujo un nuevo límite del 90 % a la LTV para los compradores de vivienda por primera vez, al tiempo que comenzó a aplicar requerimientos más estrictos para otros prestatarios, como se describe a continuación.

**La República Checa y Lituania endurecieron los requerimientos, en el caso de este último país para segundas hipotecas y siguientes mediante una reducción de la exención actual.** En la República Checa, además de seguir aplicando el límite máximo general vigente a la LTV del 80 % (o del 90 % en el caso de los solicitantes de préstamos menores de 36 años para la adquisición de una vivienda en régimen de propiedad), se introdujo un límite máximo específico recomendado del 70 % a la ratio LTV para los préstamos hipotecarios concedidos para adquirir inmuebles residenciales con fines de inversión<sup>39</sup>. En Lituania lleva aplicándose el requerimiento de un límite a la LTV del 70 % para las segundas hipotecas y siguientes desde el 1 de febrero de 2022, sujeto a ciertas exenciones. Con arreglo a las medidas modificadas, los prestatarios están exentos de este límite en los siguientes casos: i) si contratan un segundo préstamo para vivienda o siguientes y han reembolsado más del 50 % del principal de todos sus préstamos hipotecarios anteriores; en este caso, la ratio LTV debe ser inferior al 85 %, o ii) si solo tienen un préstamo hipotecario y quieren aumentar su importe sin aportar garantías adicionales, o aportando sus propios bienes inmuebles como garantía; en este caso se aplica un límite a la LTV del 85 %.

**Por lo que respecta a las BBM relacionadas con la renta de los prestatarios y su capacidad para atender el pago de la deuda, la República Checa, Hungría, Islandia y Lituania simplificaron o modificaron los métodos de cálculo, los umbrales y la flexibilidad de determinados límites.** En la República Checa se introdujo un límite máximo específico recomendado a la ratio de deuda sobre ingresos (DTI, por sus siglas en inglés) de 7 para los préstamos hipotecarios concedidos para la adquisición de inmuebles residenciales con fines de inversión. En Hungría, el umbral de ingresos nominales por encima del cual se permite un mayor endeudamiento se elevó de 600.000 forintos a 800.000 forintos. Los límites nominales *de minimis* de la normativa a partir de los cuales es aplicable este umbral se incrementaron hasta 550.000 forintos desde el 1 de enero de 2026. Este país también eliminó el límite de edad de 41 años para el límite a la LTV del 90 % aplicable a compradores de vivienda por primera vez, con efectos a partir de

<sup>39</sup> Los bienes inmuebles residenciales con fines de inversión se definen sobre la base de la declaración del cliente, la inclusión de los ingresos por alquiler en la evaluación de la capacidad de endeudamiento del solicitante, o del hecho de que este vaya a adquirir un tercer inmueble residencial u otro adicional.

septiembre de 2025. Además, desde diciembre de 2025, los compradores de vivienda por primera vez que cumplan los requisitos para acogerse al límite a la LTV más elevado tendrán que ser identificados por los prestamistas únicamente a través de consultas al registro de la propiedad. Islandia modificó la flexibilidad aplicable a los límites a la DSTI vigentes. En concreto, la exención que permite que los prestamistas concedan préstamos por un importe superior a la ratio DSTI máxima se incrementó del 5 % al 10 % del importe total de los créditos hipotecarios concedidos a los consumidores en el trimestre anterior. Lituania notificó que simplificará el marco relativo a la DSTI con el fin de modificar los umbrales de esta ratio. Los requerimientos modificados entrarán en vigor el 1 de agosto de 2026 y serán aplicables a los nuevos préstamos para adquisición de vivienda. La modificación sustituye los actuales dobles límites vigentes introduciendo un único requerimiento de DSTI del 50 %, calculado utilizando un tipo de interés no inferior al 6 %. Según la autoridad lituana, estos ajustes de la DSTI tienen por objeto mejorar la resiliencia de los prestatarios frente a variaciones sustanciales de los tipos de interés, proporcionar una mayor protección frente al endeudamiento excesivo en un entorno de tipos de interés bajos y garantizar un impacto más uniforme a medida que cambian los tipos.

**Malta notificó su intención de revisar el límite actual a la ratio DSTI estresada en el momento de concesión del préstamo aplicable a las personas jurídicas.**

A las personas jurídicas que se dedican a la concesión de crédito para la adquisición de inmuebles residenciales se les aplica un límite distinto a la ratio estresada de servicio de la deuda. A estas personas se les aplica específicamente una ratio estresada de cobertura del servicio de la deuda en origen (sDSCR-O, por sus siglas en inglés) multiplicada por 1,3, lo que equivale a un límite a la ratio estresada de servicio de la deuda sobre ingresos en el momento de la concesión (sDSTI-O, por sus siglas en inglés) de alrededor del 77 %, para sustituir el límite vigente del 40 %. Según la autoridad maltesa, la revisión no obedece a una reevaluación de los riesgos subyacentes, sino al reconocimiento de las características diferentes de este segmento de prestatarios que requieren un tratamiento regulatorio distinto. El límite a la sDSTI-O para las personas físicas se mantendrá en el 40 %.

## 3.7 Otras medidas

**Hungría introdujo varias modificaciones en su Reglamento sobre la ratio de adecuación de la financiación hipotecaria (MFAR, por sus siglas en inglés), diseñado para reducir los desfases de vencimiento de las entidades.** El Magyar Nemzeti Bank (MNB) revisa periódicamente el requerimiento del MFAR y, con arreglo a la última modificación, a partir del 1 de noviembre de 2025, el límite *de minimis* que exime de su cumplimiento a las entidades no significativas se incrementó de 40 mm de forintos a 100 mm de forintos. Además, el MNB decidió introducir, con efectos a partir del 1 de octubre de 2026, límites a la propiedad cruzada de las entidades de crédito, una exigencia para que los nuevos bonos

garantizados se negocien en los mercados regulados, y un mayor abanico de fondos admisibles a efectos del MFAR.

## 3.8 Reciprocidad

**El objetivo de la reciprocidad es asegurar que la misma medida macroprudencial se aplique a todas las entidades financieras en la UE expuestas al riesgo que aborda la medida en cuestión, con independencia de dónde estén situadas.** Las medidas macroprudenciales adoptadas en un Estado miembro suelen aplicarse únicamente a las entidades financieras con domicilio en ese Estado miembro. Por tanto, en general, no se aplican a las exposiciones que tienen las entidades financieras autorizadas en otros Estados miembros. La reciprocidad se produce cuando la autoridad pertinente del Estado miembro que opta por la reciprocidad aplica una medida macroprudencial que es igual o equivalente a la medida del Estado miembro que la activó. Así pues, la reciprocidad es un instrumento de política macroprudencial que garantiza que estas medidas, u otras equivalentes, se apliquen también a las entidades domiciliadas en otro Estado miembro para las exposiciones pertinentes ubicadas en el Estado miembro que las activó, que, en ausencia de este instrumento, no estarían cubiertas. La aplicación recíproca de medidas macroprudenciales aumenta la eficacia y la coherencia de la política macroprudencial en la UE y contribuye a asegurar la igualdad de condiciones en el mercado único. A finales de 2015, la JERS estableció un **marco de reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial**<sup>40</sup>. En dicho marco se sientan las bases de un enfoque coordinado para la reciprocidad de esas medidas macroprudenciales, para las que la legislación de la UE no contempla su reconocimiento obligatorio. Este proceso de reciprocidad se inicia por medio de una solicitud formal que la autoridad que activó la medida inicial presenta a la JERS. Si se considera justificado, la JERS emitirá una recomendación para la aplicación recíproca de la medida.

**La JERS decidió seguir recomendando la aplicación recíproca de las medidas de CRS sectorial establecidas en Alemania.** La medida comporta una recalibración del CRS sectorial, que pasó del 2 % al 1 % a partir de mayo de 2025 para todas las exposiciones garantizadas por inmuebles residenciales. Según la autoridad alemana, el motivo de este cambio era la estabilización observada y la reducción de los riesgos en el mercado inmobiliario residencial del país. La JERS decidió continuar recomendando la reciprocidad de la medida y ajustar el porcentaje del CRS sectorial recomendado conforme a la solicitud de la autoridad alemana.

<sup>40</sup> El marco de reciprocidad se describe en los siguientes documentos: i) **Recomendación JERS/2015/2** de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (DO C 97 de 12.3.2016, p. 9); ii) artículo 5 de la Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 16 de diciembre de 2015, sobre la coordinación de la notificación de las medidas nacionales de política macroprudencial por las autoridades pertinentes y la emisión de dictámenes y recomendaciones por la JERS y por la que se deroga la Decisión JERS/2014/2 (JERS/2015/4) (DO C 97 de 12.03.2016, p. 28), y iii) capítulo 11 («Cross-border effects of macroprudential policy and reciprocity») del manual titulado **ESRB Handbook on operationalising macroprudential policy in the banking sector**.

**Asimismo, la JERS siguió recomendando la reciprocidad de dos medidas de ponderación de riesgo con arreglo al artículo 458 del RRC para las exposiciones minoristas y a empresas, respectivamente, que ha sido prorrogada por otros dos años en Suecia.** Las medidas incluyen la aplicación de ponderaciones de riesgo más estrictas para abordar los riesgos en los sectores de inmuebles residenciales y comerciales, como se describe en la sección 3.5. Los umbrales de materialidad para la aplicación recíproca de estas medidas se mantuvieron en un importe de exposiciones ponderadas de riesgo de 5 mm de coronas suecas para las exposiciones minoristas y a empresas. La JERS recomendó la reciprocidad de las medidas a nivel consolidado, subconsolidado e individual.

**Durante el período analizado, la JERS recomendó también la aplicación recíproca de un nivel mínimo de ponderación de riesgo más estricto —del 25 %— aplicado en Noruega para las exposiciones al sector inmobiliario residencial.** La medida incrementaría el nivel mínimo (ponderado por exposición) vigente del 20 % al 25 % desde el 1 de julio de 2025 hasta el 31 de diciembre de 2026 con el objetivo de hacer frente a las burbujas de activos en dicho sector. Inicialmente, la medida se aplicó con efectos a partir del 31 de diciembre de 2020, y se prorrogó en 2022 y de nuevo en 2024. Los umbrales de materialidad para la reciprocidad de las medidas se fijaron en 37,8 mm y 9,3 mm de coronas noruegas para el nivel mínimo de ponderación de riesgo para las exposiciones a los sectores inmobiliarios residencial y comercial, respectivamente. En este caso, la reciprocidad se recomendó a nivel individual, subconsolidado y consolidado.

**La JERS también recomendó la reciprocidad de una nueva medida de CRS sectorial introducida en Austria.** En mayo de 2025, la autoridad austriaca notificó a la JERS su intención de activar un CRS sectorial del 1 % para todas las exposiciones relevantes frente a sociedades no financieras que operan en los sectores de la construcción e inmobiliario en Austria a partir del 1 de julio de 2025. La medida se complementó con un umbral de materialidad para guiar la posible aplicación del principio *de minimis* por parte de las autoridades pertinentes que apliquen recíprocamente la medida, fijado en un nivel de 100 millones de euros por entidad.

**Por último, el 16 de octubre de 2025, el the Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique notificó a la JERS su intención de desactivar el CRS sectorial con efectos a partir del 1 de julio de 2026.** Por consiguiente, la JERS ha decidido suprimir la medida belga de la lista de medidas de política macroprudencial para las que recomienda aplicar la reciprocidad con arreglo a la Recomendación JERS/2015/2. Esta decisión no afecta a las demás recomendaciones de reciprocidad de la JERS actualmente vigentes.

## 4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas

**En esta sección se describen las medidas adoptadas para mejorar la rendición de cuentas de la JERS.** En primer lugar, se analizan los resultados de las evaluaciones del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS llevadas a cabo durante el período analizado. En segundo lugar, se da cuenta de la información presentada por la JERS al Parlamento Europeo y se describen algunas de las conferencias y seminarios organizados por la institución durante el período.

### 4.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS

**Los avisos y las recomendaciones son las principales herramientas que utiliza la JERS para cumplir su mandato de prevenir y mitigar los riesgos para la estabilidad financiera.** Las recomendaciones de la JERS establecen medidas correctoras para abordar los riesgos y fijan los plazos para su aplicación por los destinatarios. Las recomendaciones no son legalmente vinculantes, pero están sujetas al mecanismo de «cumplir o explicar» conforme al artículo 17 del Reglamento de la JERS. Por tanto, los destinatarios de las recomendaciones —es decir, la UE en su conjunto, los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), las autoridades nacionales, las autoridades designadas, las autoridades de resolución, el BCE (en su calidad de autoridad supervisora bancaria), la Junta Única de Resolución y la Comisión Europea— comunicarán a la JERS, al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión las medidas que han adoptado para cumplir una recomendación o, en caso de inacción, justificarán adecuadamente el motivo.

**Para que la aplicación de las medidas de la JERS sea efectiva es fundamental evaluar el cumplimiento de sus recomendaciones.** En los últimos años, la JERS ha emitido varias recomendaciones dirigidas a abordar distintas fuentes de riesgo sistémico intersectorial y de sectores concretos. Dada la diversidad de los temas tratados, la JERS evalúa el grado de cumplimiento de cada recomendación mediante equipos de evaluación especializados. Estos equipos, integrados por expertos de las instituciones miembros de la JERS, se crean bajo los auspicios del Comité Técnico Consultivo y reciben el apoyo del personal de la Secretaría de la JERS. El procedimiento de evaluación brinda oportunidades de diálogo con los destinatarios de las recomendaciones. Los informes de cumplimiento son aprobados por la Junta General y se publican en el sitio web de la JERS debajo de las recomendaciones correspondientes.

**Durante el período analizado, se observó un nivel alto de cumplimiento de las recomendaciones de la JERS y los equipos de evaluación examinaron su**

**aplicación.** Concretamente, entre abril de 2025 y marzo de 2026, los equipos llevaron a cabo tres evaluaciones del cumplimiento de dos recomendaciones de la JERS<sup>41</sup>. En la mayoría de los casos se determinó que los destinatarios habían cumplido íntegramente la recomendación (*fully compliant*) o habían cumplido la mayor parte de la recomendación (*largely compliant*). En una recomendación, se determinó que un número elevado de destinatarios habían explicado suficientemente su inacción (*inaction sufficiently explained*).

**El informe de cumplimiento de la subrecomendación A(1) de la Recomendación JERS/2021/17 sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes<sup>42</sup> presenta el resultado de la segunda<sup>43</sup> evaluación de cumplimiento y de la evaluación final en relación con la aplicación de dicha subrecomendación.** Se refiere a un informe final de las AES sobre los trabajos preparatorios para el desarrollo gradual de una respuesta coordinada eficaz a escala de la UE en caso de que se produzca un ciberincidente transfronterizo grave o una amenaza conexa que pueda tener un impacto sistémico en el sector financiero de la UE (marco EU-SCICF). El informe muestra que el nivel general de cumplimiento por parte de los destinatarios (AES) es *largely compliant* (han cumplido la mayor parte). Si bien las medidas identificadas en el informe de las AES permitieron llegar a la conclusión de que los criterios de cumplimiento se satisfacían en su mayor parte, se detectaron deficiencias relativas a: i) los recursos necesarios y ii) la necesidad de garantizar que el EU-SCICF pueda activarse y esté operativo desde enero de 2025 y que se siga desarrollando de manera oportuna para asegurar un marco sólido que respalde una respuesta eficaz a escala de la UE en caso de que se produzca un ciberincidente transfronterizo grave o una amenaza conexa que pueda tener un impacto sistémico en el sector financiero de la UE.

**En el informe de cumplimiento de la subrecomendación A(2) de la Recomendación JERS/2021/17 sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes se observó que sus destinatarios habían cumplido la mayor parte (*largely compliant*).** En este caso se recomienda que las AES, en consulta con el BCE y la JERS, lleven a cabo un inventario y un análisis posterior de los obstáculos actuales, jurídicos y operativos de otra índole para la creación efectiva del EU-SCICF. En el informe de cumplimiento se aprecian los avances logrados hasta el momento en el desarrollo del EU-SCICF, se reconocen las limitaciones del informe final de las AES en la identificación de todos los posibles obstáculos y se respaldan las recomendaciones

<sup>41</sup> Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes (JERS/2021/17) (DO C 134 de 25.3.2022, p. 1) – subrecomendación A(1) y B; y Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, 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 (JERS/2019/18) (DO C 412 de 9.12.2019, p. 1).

<sup>42</sup> Compliance report on sub-recommendation A(1) of Recommendation of the European Systemic Board of 2 December 2021.

<sup>43</sup> Véase también el informe inicial de junio de 2024 titulado «Summary Compliance report on sub-Recommendation A(1), Recommendation B and Recommendation C of the Recommendation of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on a pan-European systemic cyber incident coordination framework for relevant authorities (ESRB/2021/17)».

proactivas dirigidas a abordar las trabas con el fin de garantizar que el marco cumpla su finalidad prevista.

**El informe de cumplimiento de la Recomendación JERS/2019/18 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 muestra un alto grado de cumplimiento de las recomendaciones A, B y C.** Se trata de la segunda evaluación de cumplimiento en relación con esta Recomendación, tras la evaluación inicial concluida en 2021. Se determinó que tanto la Comisión Europea como la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) habían cumplido íntegramente (*fully compliant*, FC) como destinatarias de las recomendaciones B y C, respectivamente.

**Asimismo, está previsto que se realicen las evaluaciones de cumplimiento de las siguientes recomendaciones de la JERS a lo largo de 2026:**

i) Recomendación JERS/2014/1 para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas (tercera evaluación); ii) Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (cuarta evaluación); iii) Recomendación JERS/2022/9 sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (primera evaluación), y iv) Recomendación JERS/2016/14 sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (tercera evaluación).

## 4.2 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

**En consonancia con las obligaciones de rendición de cuentas y de información de la JERS, la presidenta de la JERS, Christine Lagarde, intervino en una audiencia pública ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo el 3 diciembre de 2025 y participó en dos reuniones a puerta cerrada con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión con el fin de analizar los riesgos para la estabilidad financiera.** Además, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS se dirigieron al Parlamento Europeo en tres audiencias públicas temáticas durante el período analizado.

**En la audiencia celebrada el 3 de diciembre de 2025, la presidenta de la JERS valoró positivamente el informe del Parlamento Europeo sobre la salvaguardia de la estabilidad financiera y puso de relieve que refleja fielmente las prioridades de la JERS.** La presidenta subrayó la necesidad de adoptar un enfoque sistémico de política macroprudencial, que incluya el desarrollo de una prueba de resistencia *top down*. También instó a paliar las lagunas normativas, particularmente en el ámbito de la intermediación financiera no bancaria y de los criptoactivos. La racionalización de los marcos de presentación de información no debería ir en detrimento de la disponibilidad de los datos exhaustivos y de alta calidad necesarios

para el seguimiento de los riesgos sistémicos. La presidenta pidió el apoyo de la Comisión para mantener este equilibrio fundamental. Por último, presentó la información sobre la evaluación de riesgos más reciente que se debatió en la **Junta General el 20 de noviembre**.

**Francesco Mazzaferro, jefe de la Secretaría de la JERS, se dirigió a la ECON el 13 de octubre de 2025 para analizar la revisión del marco de titulizaciones de la UE.** Subrayó la importancia de que el mercado de titulizaciones de la UE sea sólido y funcione correctamente para aumentar la competitividad económica y la resiliencia financiera de la UE. Al mismo tiempo, advirtió de que las titulizaciones están preparadas para poder incrementar la financiación, pero no la inversión en renta variable. Concretamente, señaló que las titulizaciones no se han diseñado para: i) canalizar capital hacia *start-ups* altamente innovadoras, ii) movilizar el ahorro de los hogares para destinarlo a inversiones productivas en la economía real, o iii) abordar la fragmentación de los mercados de capitales de la UE o contribuir al desarrollo y al fortalecimiento de sus mercados de renta variable. También acogió favorablemente los aspectos positivos de la propuesta de la Comisión Europea para mejorar el marco de titulizaciones y reiteró las preocupaciones con respecto a la inclusión de proyectos de propuestas que permitan que empresas de (rea)seguros proporcionen garantías personales con arreglo al marco de titulizaciones sintéticas STS.

**El jefe de la Secretaría de la JERS también se dirigió a la ECON el 3 de diciembre de 2025 y analizó el impacto transformador de los activos digitales en el sistema financiero.** Destacó una recomendación urgente de la JERS para mitigar los riesgos procedentes de los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países y advirtió sobre la posibilidad de que surjan problemas de liquidez y riesgos de contagio si se permiten esos modelos de negocio en la UE. También exploró las implicaciones de la tokenización para la estabilidad financiera, señalando su potencial para mejorar la eficiencia, pero también para concentrar riesgos y agravar los conflictos de interés.

**El jefe adjunto de la Secretaría de la JERS, Tuomas Peltonen, intervino en una audiencia pública en la Comisión Especial sobre la Crisis de la Vivienda en la Unión Europea (HOUS, por sus siglas en inglés) del Parlamento Europeo el 3 de julio de 2025,** e hizo hincapié en el papel fundamental de la vivienda en la estabilidad financiera debido a sus vínculos con la riqueza de los hogares, los préstamos bancarios y la actividad económica. Recordó que la JERS había emitido 18 **avisos** específicos por país y ocho **recomendaciones** sobre los riesgos en el sector inmobiliario residencial. También subrayó la necesidad de vigilar la acumulación de riesgos cíclicos en los mercados inmobiliarios residenciales, así como los riesgos estructurales (como el elevado endeudamiento de los hogares), que son persistentes en muchos Estados miembros. Asimismo, defendió la integración de las medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios en la legislación de la UE para asegurar la coherencia manteniendo a la vez la flexibilidad nacional.

**El jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS informan periódicamente al Comité Económico y Financiero sobre la evaluación de riesgos llevada a cabo**

**por la JERS.** El Comité Económico y Financiero es un comité de la UE creado para promover la coordinación de las políticas entre los Estados miembros. Además, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS representan habitualmente a la institución en las reuniones de las Juntas de Supervisores de las AES.

**Por último, la Junta General acordó un enfoque estratégico para la aplicación de las recomendaciones del Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS, como se explica en el recuadro que figura a continuación.**

## Recuadro 10

### Prioridades estratégicas de la JERS: la respuesta de junio de 2025 de la Junta General a las recomendaciones del Grupo de trabajo de alto nivel

#### Recomendaciones del Grupo de alto nivel

En 2024, el Grupo de trabajo de alto nivel (HLG, por sus siglas en inglés) para la revisión del Reglamento de la JERS estableció una dirección estratégica con el fin de reforzar el papel de la JERS en la salvaguardia de la estabilidad financiera de la UE. Las recomendaciones se publicaron en un informe titulado «*Building on a decade of success*»<sup>44</sup>. El HLG resaltó la ventaja comparativa de la JERS a la hora de proporcionar una visión de los riesgos sistémicos holística, intersectorial y que abarca toda la UE. Formuló ocho recomendaciones para reforzar este aspecto de la labor de la JERS. Los aspectos fundamentales de estas recomendaciones fueron: i) el desarrollo de un marco para la evaluación holística de los riesgos sistémicos en los distintos sectores y países; ii) la incorporación en mayor medida de un enfoque sistémico de política macroprudencial, que no incluya solo al sector bancario; iii) el desarrollo de una base analítica sólida para evaluar la orientación de la política macroprudencial, y iv) una comunicación más eficaz sobre cuestiones relativas a la estabilidad financiera. Otras recomendaciones se centraron en facilitar las condiciones, sobre todo el intercambio de datos y de conocimientos, la gobernanza y el alineamiento de los recursos con las prioridades estratégicas.

#### Enfoque estratégico aprobado por la Junta General

En junio de 2025, la Junta General acordó la manera de aplicar las recomendaciones del HLG. Aprobó un enfoque de prioridades, con el foco puesto en la recomendación 1 del HLG, dirigida a fortalecer la evaluación holística de los riesgos sistémicos, y la recomendación 2, que pretende incorporar en mayor medida un enfoque sistémico de política macroprudencial. Al mismo tiempo, la Junta

<sup>44</sup> El Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS estaba integrado por el vicepresidente primero de la JERS (el gobernador Olli Rehn, como presidente), el vicepresidente del Comité Científico Consultivo (el profesor Stephen Cecchetti), el vicepresidente del BCE (Luis de Guindos) y el presidente del Comité Técnico Consultivo (Pablo Hernández de Cos).

General reconoció que los avances en la comunicación, los intercambios de datos y de conocimientos, así como la eficiencia organizativa, respaldarán la implementación de estas recomendaciones.

**Por tanto, el enfoque acordado se estructura en torno a dos prioridades muy relacionadas entre sí:**

1. **Fortalecer la evaluación holística de los riesgos sistémicos.** La Junta General acordó priorizar el desarrollo de un marco analítico integrado para evaluar los riesgos sistémicos en los distintos sectores y países, con el apoyo de dos herramientas analíticas fundamentales. En primer lugar, una prueba de resistencia del conjunto del sistema financiero, que proporcione una evaluación *top-down* de las vulnerabilidades y mecanismos de amplificación en todo el sistema financiero de la UE, y que complemente las pruebas de resistencia sectoriales existentes. En segundo lugar, la evaluación de la orientación macroprudencial, desarrollada como herramienta analítica basada en los trabajos consolidados de la JERS, que dé respaldo a los debates sobre políticas y riesgos de la institución, incluso a escala nacional.
2. **Incorporar en mayor medida un enfoque sistémico de política macroprudencial.** La Junta General acordó expandir la aplicación de un enfoque sistémico de política macroprudencial, basándose en la perspectiva intersectorial y del conjunto de la UE adoptada por la JERS. Este enfoque conceptual combina un foco en las entidades con un foco en las actividades que son esenciales para la estabilidad financiera (la gestión de activos, la compensación y la concesión de crédito).

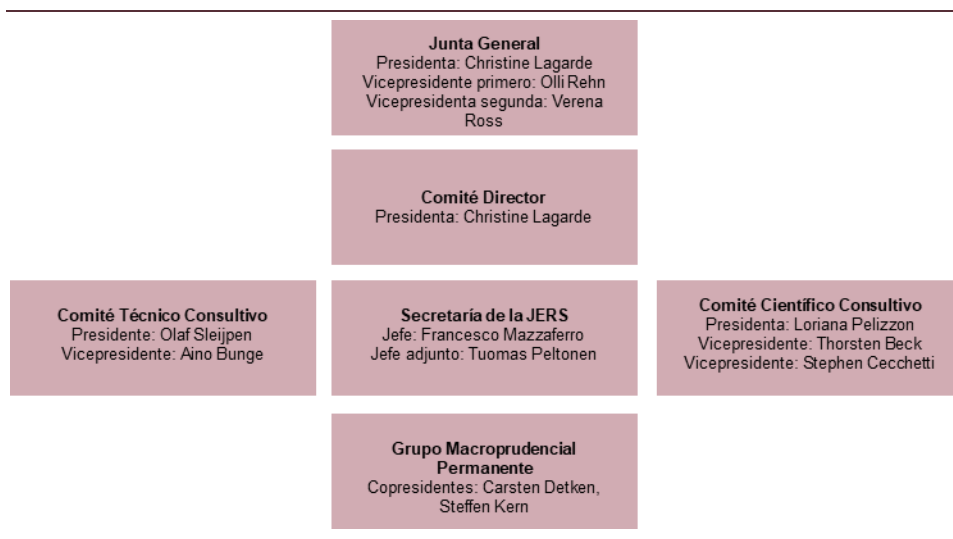
**Al final del período de referencia, la JERS comenzó a aplicar estas decisiones estableciendo líneas de trabajo para cumplir estas prioridades.**

## 4.3 Estructura organizativa de la JERS

**La estructura organizativa de la JERS se reorganizó en consonancia con las prioridades estratégicas de la Junta General.** La nueva estructura organizativa se muestra en la figura 2.

**Figura 2**

Organigrama de la JERS



## 4.4 Actos públicos de la JERS

Cada año, el **Comité Científico Consultivo concede el Premio Ieke van den Burg en reconocimiento de trabajos de investigación destacados de jóvenes académicos sobre temas relacionados con el mandato de la JERS**. Este premio anual se creó en 2014 en memoria de Ieke van den Burg, miembro del Comité Científico Consultivo (2011-2014) y del Parlamento Europeo (1999-2009). En 2025, el premio se concedió a los coautores Arved Fenner (Universidad de Münster), Philipp Klein (Universidad de Münster) y Carina Schlam (Deutsche Bundesbank y Universidad de Münster) por el trabajo titulado «**Better Be Careful: The Replenishment of ABS backed by SME Loans**». Este documento se presentó durante la novena conferencia anual de la JERS, el 3 de septiembre.

La novena Conferencia Anual de la JERS se celebró el 3 de septiembre de 2025 en formato híbrido y estuvo dedicada a la ampliación de horizontes: la próxima década de impacto de la JERS (*Broadening horizons: ESRB's next decade of impact*). La conferencia fue inaugurada por la presidenta de la JERS, Christine Lagarde, y María Luísa Albuquerque (comisaria de Servicios Financieros y Unión de Ahorros e Inversiones) se dirigió a los participantes a través de un vídeo pregrabado. La conferencia incluyó dos paneles. El primero lo presidió Olli Rehn (vicepresidente primero de la JERS y gobernador del Suomen Pankki – Finlands Bank) y se centró en el sistema financiero de la UE en un contexto de nuevas amenazas (*The EU financial system amidst new threats*). El segundo trató sobre las pruebas de resistencia de todo el sistema (*System-wide stress testing*) y fue presidido por Aino Bunge (vicepresidente del Comité Técnico Consultivo de la JERS y subgobernador del Sveriges Riksbank). También se pronunciaron dos discursos. El primero, de Adam Posen (presidente del Peterson Institute for International Economics), se tituló «*The EU in a changing geopolitical landscape*». El segundo,

«The future of AI - and considerations for systemic risks», lo pronunció Yoshua Bengio (profesor de la Universidad de Montreal). Por último, Francesco Mazzaferro, en su calidad de jefe de la Secretaría de la JERS, cerró la conferencia con el discurso de clausura. La grabación de la conferencia está disponible en el sitio web de la JERS.

**Los días 9 y el 10 de octubre de 2025, la JERS celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores y los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI, por sus siglas en inglés) con matriz radicada en la UE.** La legislación de la UE dispone que se celebre esta reunión anual para informar a la JERS de todas las novedades sectoriales o significativas relativas a las G-SIFI. La reunión tuvo lugar en formato híbrido. Después de que las partes resumieran las actividades realizadas a lo largo del año, el debate se centró primero en el papel de las entidades de crédito en la financiación de iniciativas recientes de la UE, como la unión de ahorro e inversión y el incremento del gasto militar. Los siguientes temas de debate giraron en torno al impacto de la inteligencia artificial en las finanzas, y después siguió un debate sobre los ciberriesgos en el sistema bancario de la UE. El último tema tratado abordó la brecha de protección de seguro frente a catástrofes naturales. Finalmente, en lo que respecta a otros riesgos, los participantes mencionaron los riesgos geopolíticos en un entorno imprevisible, la transformación de las finanzas y los modelos de negocio existentes, la regulación y presentación de información sobre sostenibilidad y el entorno regulatorio.

# Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2025 y el 31 de marzo de 2026

## Documentos de Trabajo

Digitalisation, social media and bank deposit dynamics: evidence from the recent euro area monetary tightening

17/11/2025

Price dislocations: insights from trade repository data

03/11/2025

Riding the rate wave: interest rate and run risks in euro area banks during the 2022-2023 monetary cycle

16/05/2025

## Documentos Ocasionales

Addressing commercial real estate lending risks with borrower-based measures

11/02/2026

Containing risks posed by leverage in alternative investment funds

10/12/2025

Three extensions of the map of the euro area financial system

15/08/2025

## Informes de la JERS

Financial stability risks from linkages between banks and the non-bank financial intermediation sector

12/02/2026

Financial stability risks from geoeconomic fragmentation

22/01/2025

Credit default swaps – analysis and policies

04/11/2025

Crypto-assets and decentralised finance

20/10/2025

EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025  
01/09/2025

Unveiling the impact of STS on-balance-sheet securitisation on EU financial stability  
05/05/2025

## *Risk dashboards*

ESRB risk dashboard, marzo de 2026 (número 55)  
Annex I  
Annex II  
31/03/2026

ESRB risk dashboard, noviembre de 2025 (número 54)  
Annex I  
Annex II  
27/11/2025

ESRB risk dashboard, septiembre de 2025 (número 53)  
Annex I  
Annex II  
02/10/2025

ESRB risk dashboard, junio de 2025 (número 52)  
Annex I  
Annex II  
03/07/2025

ESRB risk dashboard, marzo de 2025 (número 51)  
Annex I  
Annex II  
03/04/2025

## **Pruebas de resistencia**

Adverse scenario for the 2025 European Securities and Markets Authority's money market fund stress-testing guidelines  
14/01/2026

Adverse scenarios for the 2025 European Insurance and Occupational Pensions Authority's EU-wide pension fund stress test exercise  
07/04/2025

## Dictámenes

Opinion of the European Systemic Risk Board of 22 September 2025 regarding the existing systemic risk buffer pursuant to Article 133 and the Norwegian notification of the setting of an O-SII buffer pursuant to Article 131 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2025/8)

Report

22/09/2025

Opinion of the European Systemic Risk Board of 27 May 2025 regarding the Swedish notification of the extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions (ESRB/2025/3) - Residential Real Estate

Report

30/06/2025

Opinion of the European Systemic Risk Board of 27 May 2025 regarding the Swedish notification of the extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions (ESRB/2025/2) - Commercial Real Estate

Report

30/06/2025

Opinion of the European Systemic Risk Board of 7 May 2025 regarding the Norwegian notification of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions (ESRB/2025/1)

Report

17/06/2025

## Informes del Comité Científico Consultivo

Artificial intelligence and systemic risk

04/12/2025

## Informes de cumplimiento

Recommendation of the European Systemic Risk Board of 26 September 2019 on exchange and collection of information for macroprudential purposes on branches of credit institutions having their head office in another Member State or in a third country (ESRB/2019/18) – Summary Compliance Report

23/01/2026

Compliance report on sub-recommendation A(1) of Recommendation of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on a pan European systemic cyber incident coordination framework for relevant authorities (ESRB/2021/17) - Compliance Report

12/08/2025

## Recomendaciones

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 5 de diciembre de 2025, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2025/11)

05/12/2025

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 4 de noviembre de 2025, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2025/10)

04/11/2025

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 25 de septiembre de 2025, sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países (JERS/2025/9)

25/09/2025

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 9 de julio de 2025, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2025/5)

09/07/2025

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 9 de julio de 2025, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2025/6)

09/07/2025

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 27 de junio de 2025, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2025/4)

27/06/2025

## Respuestas y cartas

ESRB advice to EIOPA on the Guidelines on the range of scenarios to assess the credibility and feasibility of insurers' pre-emptive recovery plans

31/03/2026

ESRB advice to EIOPA on the Guidelines on supervisory powers to remedy liquidity vulnerabilities (Article 144b(8) Solvency II)

08/01/2026

Proposal for simplification of ESRB tasks through legislative amendments

11/12/2025

ESRB response to ESMA's Call for evidence on a comprehensive approach for the simplification of financial transaction reporting

15/09/2025

ESRB Secretariat's response to ESMA's consultation paper on EMIR 3 draft RTS on Margin Transparency requirements

08/09/2025

Letter to European Parliament on European Commission's legislative package on securitisation

25/07/2025

Letter to Council Working Party on European Commission's legislative package on securitisation

25/07/2025

ESRB response to the ESMA consultation on the draft technical standards to further detail the new EMIR clearing thresholds regime

06/06/2025

ESRB Secretariat's response to the European Commission's targeted consultation on review of the functioning of commodity derivatives markets and certain aspects relating to spot energy markets

22/04/2025

**© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2026**

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.  
Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión en inglés del Informe.

Puede consultarse terminología específica en el [glosario de la JERS](#) (disponible solo en inglés).

|      |                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------|
| PDF  | ISBN 978-92-9472-469-4, ISSN 1977-5164, doi:10.2849/2284339, DT-01-26-009-ES-N |
| HTML | ISBN 978-92-9472-470-0, ISSN 1977-5164, doi:10.2849/1135965, DT-01-26-009-ES-Q |