

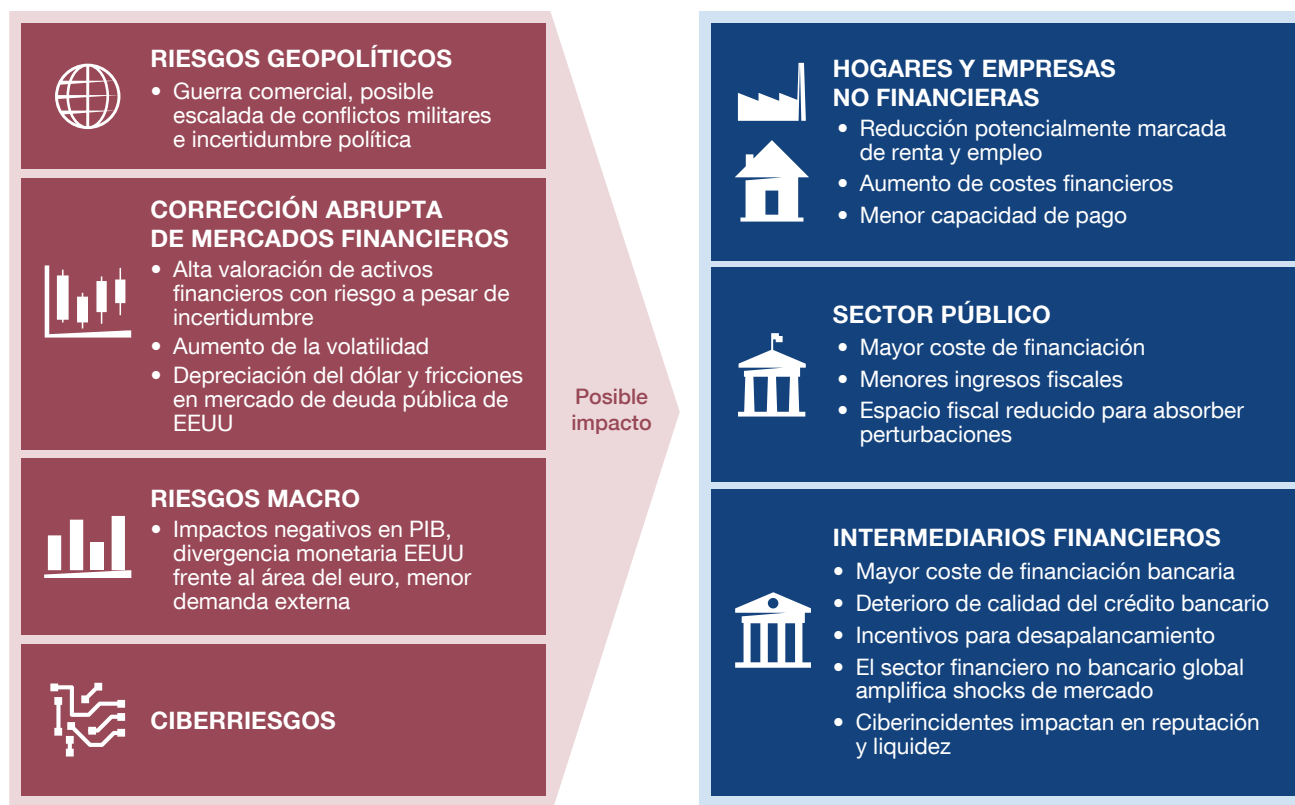
5

ANÁLISIS DE RIESGOS

5 ANÁLISIS DE RIESGOS

Esquema 5.1

Análisis de riesgos (a)



FUENTE: Banco de España.

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

Este capítulo discute los riesgos para la estabilidad del sistema financiero español identificados por el Banco de España y cómo pueden interaccionar con las vulnerabilidades analizadas en los capítulos anteriores. Este diagnóstico de riesgo se apoya en las discusiones mantenidas por el Banco de España con distintos expertos externos (véase recuadro 5.1) y en el análisis propio.

5.1 Riesgos geopolíticos

Los riesgos geopolíticos han aumentado con respecto a la fecha de publicación del anterior Informe de Estabilidad Financiera (IEF), en otoño de 2024. El deterioro del contexto geopolítico ha sido identificado como el principal riesgo para la estabilidad financiera por el

análisis propio del Banco de España y por la mayoría de los expertos externos consultados (véase de nuevo el recuadro 5.1).

Guerra comercial e incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos

Las políticas de la nueva Administración de Estados Unidos, sobre las que persiste una elevada incertidumbre, han comenzado a mostrar un impacto adverso sobre la actividad y las condiciones financieras a nivel global. El viraje hacia una política comercial más proteccionista en Estados Unidos, apoyada en mayores aranceles, ha conducido a revisiones a la baja a nivel global de las previsiones de crecimiento de la actividad económica (véase sección 5.3) y ha originado importantes turbulencias en los mercados financieros (véanse sección 4.2 y sección 5.2). Tras los anuncios sobre aranceles del 2 de abril, la incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos y la posible reacción internacional ante las mismas ha crecido marcadamente, desde niveles que ya eran elevados (véase gráfico 5.1). La consolidación o extensión de la escalada arancelaria entre Estados Unidos y el resto del mundo, y en particular de la guerra comercial con China, podría repercutir de forma más adversa sobre la actividad económica mundial y sobre los mercados financieros internacionales que lo observado hasta el momento.

Las consecuencias económicas de las medidas proteccionistas de Estados Unidos dependen crucialmente de la reacción de otros países y de las negociaciones sobre las mismas. La propia magnitud de la perturbación, que modifica significativamente relaciones comerciales que se habían mantenido estables en el tiempo, dificulta su valoración, al poder afectar a cadenas globales de valor y provocar importantes efectos de desviación del comercio mundial. En cualquier caso, el efecto de los aranceles de Estados Unidos será heterogéneo entre países en función de sus distintas redes de relaciones comerciales y del diferente tratamiento por países que se ha establecido en las medidas anunciadas. Además, es difícil predecir actualmente el escenario final de políticas comerciales que prevalecerá como resultado de las negociaciones entre Estados Unidos y otros países, como China, y la intensidad con la que sus efectos actuarán a través de canales comerciales y financieros. Los anuncios recientes de acuerdos entre Estados Unidos y China en materia comercial reducen las tensiones, pero no resuelven completamente la incertidumbre existente¹. El recuadro 5.2 recoge un análisis de distintos escenarios hipotéticos a este respecto y de sus efectos sobre actividad e inflación en distintas zonas geográficas.

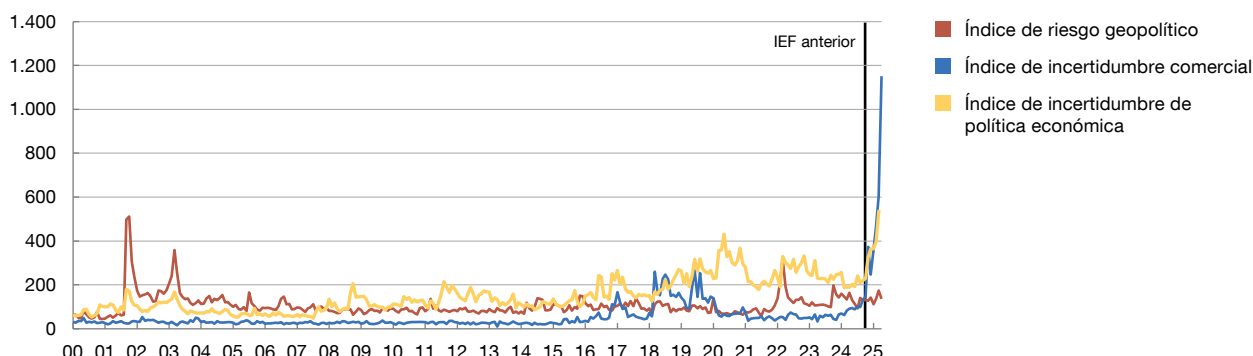
En el caso de la Unión Europea (UE), el impacto negativo sobre la actividad económica de estas políticas puede ser potencialmente significativo, al ser una economía muy expuesta al comercio internacional. Este efecto sería heterogéneo entre países, situándose España en el rango de menor incidencia por su menor exposición comercial directa a Estados

¹ El 12 de mayo de 2025, Estados Unidos y China **anunciaron** una relajación de la guerra comercial con la suspensión de parte de sus aranceles durante 90 días.

Gráfico 5.1

Los índices de incertidumbre comercial y de política económica han aumentado marcadamente ante los anuncios sobre el incremento de los aranceles de EEUU

5.1.a Índices de riesgo geopolítico, incertidumbre comercial e incertidumbre de política económica (a)



FUENTE: Economic Policy Uncertainty. Última observación: abril de 2025 (índices de riesgo geopolítico y de incertidumbre comercial) y marzo de 2025 (índice de incertidumbre de política económica).

a El índice de riesgo geopolítico procede de Dario Caldara y Matteo Iacoviello. (2021), "Measuring Geopolitical Risk". *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225. El índice de incertidumbre comercial procede de Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molloy, Andrea Prestipino and Andrea Raffo. (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty". *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59. El índice de incertidumbre de política económica procede de Steven J. Davis. (2016), "An Index of Global Economic Policy Uncertainty", NBER Working Paper Series, 22740, National Bureau of Economic Research.

Unidos. El incremento de aranceles de Estados Unidos tiene un efecto incierto y difícil de cuantificar actualmente sobre la inflación de la UE. Por una parte, puede introducir presiones al alza sobre los precios (por ejemplo, incremento del precio de *inputs* de producción obtenidos en los mercados internacionales), pero también efectos deflacionarios (por ejemplo, por la caída del gasto como consecuencia de la menor confianza de hogares y empresas, por la menor demanda externa de Estados Unidos o por el redireccionamiento de flujos comerciales de China hacia la UE).

El mantenimiento de una política fiscal expansiva en Estados Unidos plantea riesgos relevantes sobre las condiciones macrofinancieras globales. Esta orientación fiscal podría favorecer en primera instancia el crecimiento a corto plazo del PIB de ese país, y del conjunto de la actividad económica global, operando en sentido contrario a otras políticas como el incremento de los aranceles. No obstante, también elevaría los riesgos al alza sobre la inflación, lo que podría propiciar el endurecimiento de su política monetaria y condiciones financieras globales más duras. Adicionalmente, una política fiscal laxa puede elevar el perfil de riesgo de la deuda pública estadounidense, reduciendo su valor como activo refugio y afectando a la confianza de los inversores a nivel global.

La incertidumbre sobre las políticas de Estados Unidos afecta también a la regulación financiera. La relajación de la normativa podría estimular la actividad económica global a corto plazo y generar presiones competitivas sobre las entidades financieras sujetas a otras

jurisdicciones, donde podrían surgir incentivos a corto plazo para desregular igualmente. Las comunicaciones de responsables de la Reserva Federal de Estados Unidos y algunas de las órdenes ejecutivas aprobadas por la Administración del presidente Trump en sus primeros meses de mandato refuerzan la expectativa de una regulación financiera más laxa en este país (véase recuadro 5.3). La posición central del sistema financiero de Estados Unidos y de su moneda en las transacciones financieras internacionales hacen que el debilitamiento de su regulación financiera pueda originar una mayor acumulación de riesgos sistémicos a nivel global.

La elevada incertidumbre sobre las políticas económicas de Estados Unidos y el aumento del proteccionismo podrían debilitar el papel de los activos denominados en dólares para facilitar los flujos comerciales y financieros internacionales. Una eventual pérdida de confianza en estos activos denominados en dólares tendría consecuencias adversas significativas para el sistema financiero internacional. El dólar estadounidense ocupa una posición central en el mismo, derivada de la profundidad y liquidez de los mercados financieros de Estados Unidos, así como de su fortaleza institucional y su estabilidad macroeconómica (véanse los gráficos A2.5.1.1 y A2.5.1.2 en el anejo 2). Los recientes cambios en las políticas económicas de Estados Unidos podrían terminar erosionando la confianza en su economía, disminuyendo el atractivo de su deuda pública, e incentivar el uso internacional de otras monedas. Esta posibilidad supondría una transformación significativa del sistema monetario internacional, lo que contribuye al nivel elevado de incertidumbre actual. No obstante, ninguna de las principales divisas es en la actualidad una alternativa para reemplazar al dólar, por lo que se podría observar una mayor fragmentación financiera, lo que conllevaría pérdidas de eficiencia y aumento de los costes de intermediación en los mercados financieros internacionales².

Conflictos militares y expansión del gasto en defensa

Por otra parte, los conflictos en Oriente Próximo y entre Rusia y Ucrania mantienen su potencial de escalada a pesar de las iniciativas diplomáticas para su contención. Si esta escalada se produjera, afectaría negativamente las condiciones económicas mundiales, a través de disrupciones en las cadenas globales de suministro, en particular de materias primas energéticas, y de un aumento generalizado de la aversión al riesgo. A este entorno se suman nuevas tensiones militares entre India y Pakistán, latentes en los últimos años.

En el nuevo contexto geopolítico, la UE ha anunciado amplios programas de expansión del gasto militar para atender las mayores necesidades de defensa. Este aumento del gasto público, que podría conllevar un cierto impulso a la actividad de cara al futuro, implica un elevado coste fiscal. El uso de la emisión de deuda para financiar al menos parte de este gasto

² El término «fragmentación financiera» se refiere a la ruptura o división de un mercado financiero en varios submercados con un grado de conexión limitada o inexistente.

puede aumentar los tipos de interés a largo plazo y endurecer las condiciones financieras dentro de la UE. Además, se traduciría en una menor capacidad futura para que la política fiscal pudiera absorber otras perturbaciones y podría desplazar la financiación destinada al sector privado. Por su parte, el aumento de la presión fiscal para financiar estos gastos evitaría incrementar el endeudamiento público, pero tendría un efecto negativo más inmediato sobre la actividad.

Incertidumbre política en Europa

La incertidumbre política en Europa hace menos previsible la evolución de las políticas económicas, en particular la fiscal. La situación política en Francia repercute en una evolución incierta de políticas clave, como la fiscal, ámbito en el que dicho país mantiene un déficit elevado, del 5,8 % del PIB. La formación de un gobierno de coalición en Alemania puede contener la incertidumbre política en este país, si bien el primer intento fallido de investidura que afrontó el nuevo canciller el 6 de mayo pondría de manifiesto cierta fragilidad. Además, los retos subyacentes de adaptación de la economía alemana al entorno de tensiones geopolíticas elevadas (por ejemplo, suministro energético, competitividad comercial e incremento del gasto de defensa) continuarán planteando previsiblemente importantes desafíos políticos en este país. En el caso de España, el contexto parlamentario hace también menos previsible la evolución de las políticas económicas, en particular los planes de consolidación dentro del ámbito fiscal. Esta incertidumbre es identificada por las empresas españolas como uno de los principales factores que pueden impactar negativamente su actividad (véase sección 2.1).

Posibles impactos de los riesgos geopolíticos

La economía española, con un grado de apertura exterior significativo, podría verse afectada por los desarrollos desfavorables en la actividad global en un escenario de crisis geopolítica. En particular, un menor crecimiento del PIB mundial como consecuencia del aumento del proteccionismo y de la incertidumbre asociada a su alcance podrían frenar la actividad de España a través de diversos canales comerciales y financieros. Como se ha señalado ya, un factor mitigador de los riesgos sobre la demanda exterior sería la menor exposición comercial directa de España a Estados Unidos en comparación con otros países europeos.

La materialización de riesgos geopolíticos afectaría de forma significativa a la situación financiera de todos los sectores en España. La reducción de la actividad económica global afectaría de forma negativa a la renta de los hogares y las empresas no financieras, reduciendo la capacidad de pago de sus obligaciones financieras. Esto resultaría en un mayor coste por provisiones por deterioros del riesgo de crédito para el sector bancario. Además, el incremento de los costes financieros presionaría adicionalmente la carga por intereses y la calidad crediticia de hogares y empresas no financieras, y el sector bancario

también afrontaría una financiación más cara, especialmente la proveniente de los mercados financieros. El efecto en la generación del margen de intereses bancario sería ambiguo en función de los tramos de la curva de tipos más afectados en estos escenarios. En cualquier caso, los riesgos sobre la rentabilidad bancaria se orientarían a la baja ante el potencial deterioro significativo de la calidad crediticia.

El grado de vulnerabilidad sectorial a estos riesgos es, no obstante, heterogéneo. El bajo nivel de endeudamiento de hogares y empresas no financieras, junto con la disponibilidad de amplia financiación minorista por parte del sector bancario, mitigan en parte estas preocupaciones. Por el contrario, las Administraciones Públicas, al partir de una situación más vulnerable, podrían afrontar mayores restricciones financieras ante el aumento del coste de su deuda.

5.2 Corrección abrupta de las valoraciones en los mercados financieros

Valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo en un entorno incierto

La posibilidad de que se materialicen correcciones abruptas e intensas de las valoraciones en los mercados financieros internacionales se mantiene como un riesgo elevado para la estabilidad financiera. Como se ha recogido en el capítulo 4, las valoraciones de los activos financieros con riesgo siguen en niveles altos a pesar de la incertidumbre geopolítica y de la corrección de los mercados tras las medidas arancelarias anunciadas por la nueva Administración de Estados Unidos en abril. Las primas de riesgo bursátiles y los diferenciales de coste de la deuda corporativa de alto rendimiento se sitúan en niveles históricamente reducidos^{3,4}. En particular, a pesar de las correcciones observadas desde principios de abril, las primas de riesgo bursátiles se encuentran en Estados Unidos y Europa en valores bajos, que no se venían observando de forma sostenida en el tiempo desde 2008 (véase gráfico 5.2.a). La volatilidad de los mercados bursátiles, por su parte, ha retornado a niveles en línea con la media histórica (véase gráfico 5.2.b).

Estas valoraciones podrían ser frágiles, al implicar todavía previsiones muy favorables de la evolución macroeconómica y de los beneficios empresariales. Un cambio en las perspectivas de los inversores debido a la materialización de perturbaciones adversas podría ocasionar correcciones abruptas de las cotizaciones que, a su vez, se verían potencialmente amplificadas si los intermediarios financieros con baja liquidez o un elevado apalancamiento realizaran ventas aceleradas de sus activos. Cambios inesperados en las políticas económicas y comerciales o nuevos eventos geopolíticos adversos podrían actuar como detonantes de

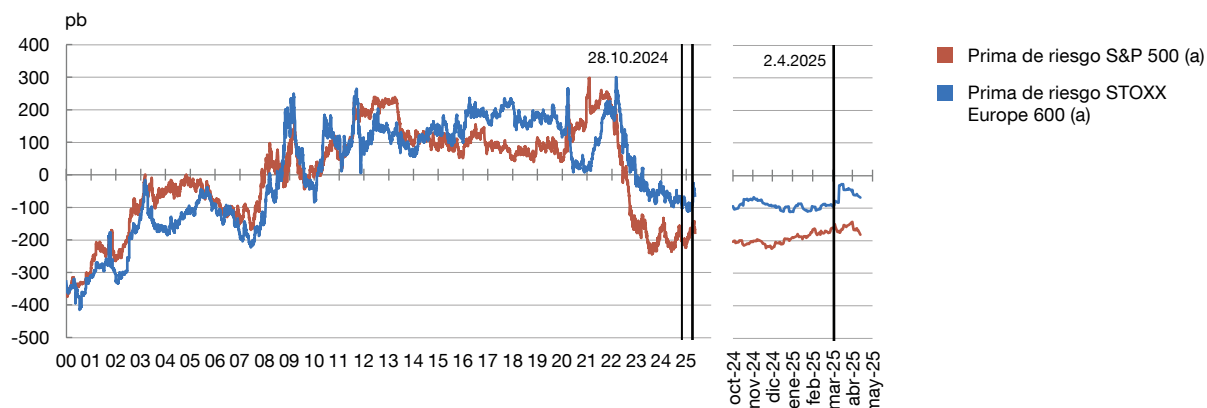
3 La prima de riesgo bursátil es la diferencia entre el rendimiento exigido a la inversión en bolsa y el tipo libre de riesgo. Un valor reducido (alto) de esta prima implica una elevada (baja) disposición de los inversores bursátiles a asumir riesgos, exigiendo así una menor (mayor) compensación por los mismos.

4 Los diferenciales del coste de la deuda corporativa se definen como la diferencia entre el rendimiento exigido a los valores de deuda emitidos por empresas de este sector y el tipo libre de riesgo del plazo equivalente. Véase gráfico 4.12 para más información.

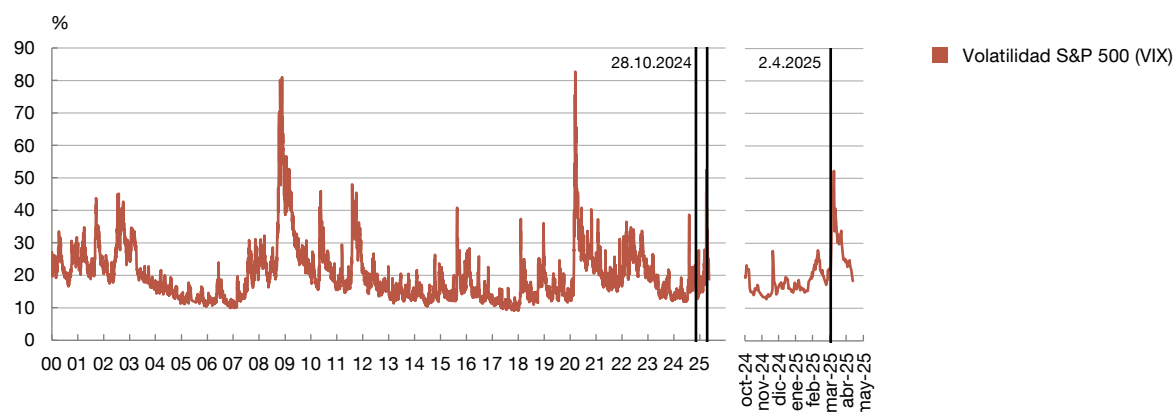
Gráfico 5.2

Las primas de riesgo bursátiles se sitúan en niveles históricamente reducidos pese a la elevada incertidumbre geopolítica y al aumento reciente de la volatilidad

5.2.a Primas de riesgo bursátil



5.2.b Volatilidad bursátil



FUENTES: Banco de España, Bloomberg data License y LSEG Datastream. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a Datos en desviación respecto a la media del período 2000-2025. La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas [véase Russell J. Fuller y Chi-Cheng Hsia. (1984), "A Simplified Common Stock Valuation Model". *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56]. La media del período 2000-2025 es 449 puntos básicos (pb) para el S&P 500 y 560 pb para el STOXX Europe 600.

estas correcciones. En este contexto, el repunte de la volatilidad observado en abril señala la mayor fragilidad de las valoraciones bursátiles (véase gráfico 5.2.b).

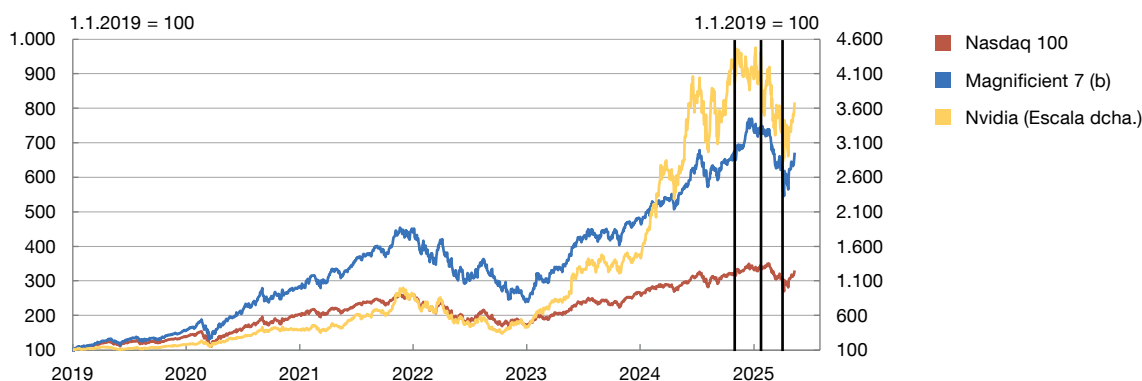
Importancia sistémica del sector tecnológico

La posible corrección de la valoración de empresas tecnológicas añade un factor adicional de riesgo de mercado. Como se ha señalado en la sección 4.2 y en el número anterior de este Informe, se observa una elevada concentración de la capitalización bursátil

Gráfico 5.3

Un grupo reducido de empresas tecnológicas de EEUU concentra el incremento de valoraciones bursátiles desde 2023, exponiendo al conjunto del mercado a los riesgos propios de su negocio

5.3.a Índices bursátiles en EEUU (a)



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 12 de mayo de 2025.

- a Las líneas verticales se corresponden con el 28 de octubre (fecha de cierre del IEF anterior), con el 27 de enero de 2025 (anuncio del modelo R1 de la empresa tecnológica china DeepSeek) y con el 2 de abril de 2025 (escalada del conflicto arancelario).
- b Magnificent 7 incluye a Apple, Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta, Google y Tesla.

en un número reducido de empresas tecnológicas⁵. Esto hace posibles correcciones abruptas del conjunto de la capitalización bursátil si cambian las expectativas sobre los beneficios de las innovaciones tecnológicas o sobre la capacidad de estas empresas para retenerlos. La irrupción de *DeepSeek* y su efecto negativo en la valoración de empresas vinculadas a la fabricación de *hardware* avanzado sobre inteligencia artificial (IA) ilustra la incertidumbre existente en torno a estas expectativas (véase gráfico 5.3). A pesar de esta corrección y de la posterior vinculada al conflicto arancelario, las valoraciones de este sector se mantienen en niveles elevados.

Posibles impactos de los riesgos en los mercados financieros

Los riesgos de corrección de los mercados financieros están relacionados en buena medida con factores externos a la economía española, pero son igualmente relevantes para ella debido a las interconexiones internacionales. Por ejemplo, posibles perturbaciones sobre el valor de las empresas tecnológicas en Estados Unidos o sobre los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de este país se traducirían en condiciones financieras globales más duras debido a la posición central de su sistema financiero en los mercados globales. Al respecto, las fricciones observadas en el mercado de deuda pública de Estados Unidos y la depreciación del dólar, discutidos en la sección previa y en el capítulo 4, señalan la importancia de los riesgos en los mercados financieros vinculados a este país. En

⁵ Véase el recuadro 1.2 del Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024.

este contexto, el elevado nivel de endeudamiento público en España puede hacer su coste más sensible a estas perturbaciones. El sector bancario español y los hogares y empresas no financieras también podrían experimentar mayores costes financieros, aunque los afrontarían desde una posición de partida más fuerte. En este tipo de escenarios, a nivel internacional, ciertos intermediarios del sector financiero no bancario con apalancamiento elevado y posiciones de liquidez ajustadas (por ejemplo, fondos internacionales de inversión de carácter abierto o *hedge funds*) pueden amplificar las correcciones de valoración y transmitir las tensiones de mercado a través de sus interconexiones con otros intermediarios.

5.3 Riesgos macroeconómicos

Menor crecimiento global

La economía mundial mantuvo su senda de crecimiento en la segunda mitad de 2024. Sin embargo, conforme ha ido avanzando el año actual, los indicadores muestran un sensible deterioro de las perspectivas económicas globales (véase gráfico 5.4.a). El incremento de la incertidumbre en torno a las políticas económicas en Estados Unidos y las ya discutidas restricciones en el ámbito comercial han propiciado un apreciable deterioro de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores. Como se ha señalado, las previsiones más recientes del Fondo Monetario Internacional apuntan a una ralentización económica prácticamente generalizada en la mayor parte de las economías. Las perspectivas en Estados Unidos y en China se ven afectadas negativamente por la escalada arancelaria, mientras que las proyecciones de crecimiento en el área del euro también se revisan a la baja. En esta última, el modesto avance del PIB se apoyaría en los servicios y el consumo privado, así como en la expansión fiscal prevista en Alemania.

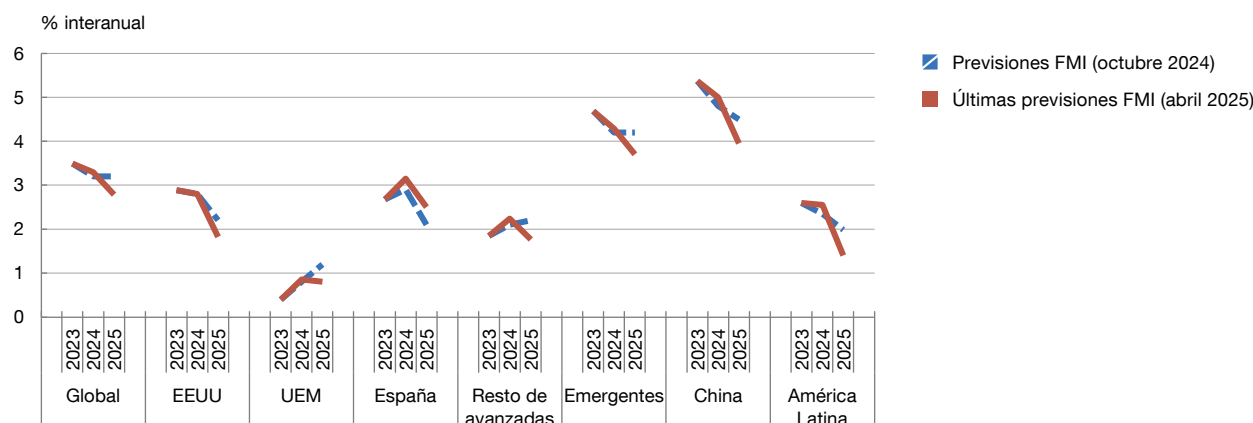
A pesar de lo anterior, se espera que España prolongue en los próximos trimestres su trayectoria de crecimiento —aunque a ritmos más moderados—, si bien se enfrenta a evidentes riesgos a la baja en un contexto internacional muy complejo. En 2024, la mejora de la actividad en España estuvo especialmente impulsada por el consumo público y privado y el dinamismo de las exportaciones de servicios. Las previsiones de crecimiento publicadas en marzo —que se revisaron al alza respecto a las vigentes en el IEF de otoño de 2024— anticipaban que este se apoyará principalmente en la demanda interna, en particular el consumo privado, pero también en la aceleración de la formación bruta de capital⁶. En sentido contrario, la aportación del sector exterior pasaría a ser negativa. Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto solo la materialización de algunos de los riesgos a la baja considerados en estas previsiones, cuyos supuestos se fijaron antes del anuncio de la nueva política arancelaria de Estados Unidos (véase el *Informe Anual 2024* del Banco de España).

6 Véase “Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2025”.

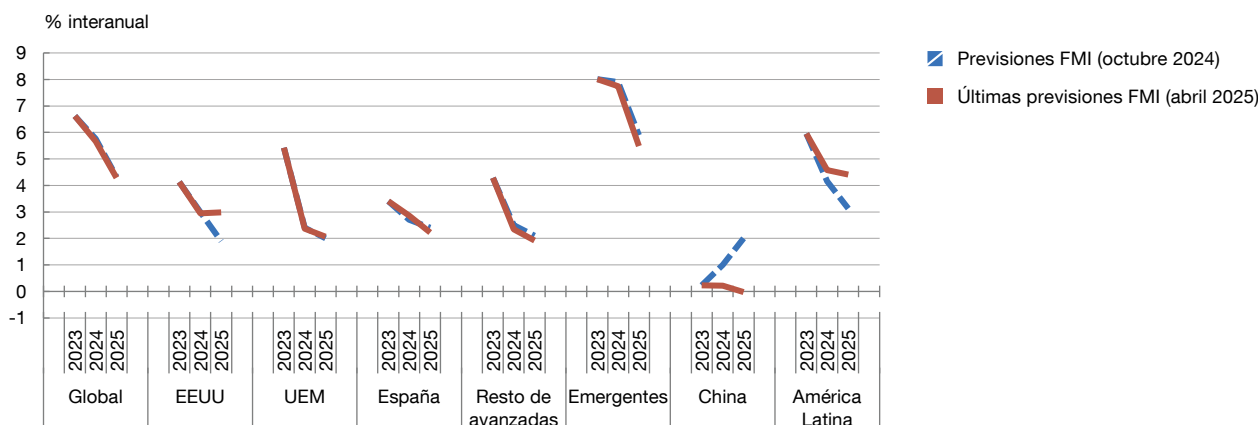
Gráfico 5.4

Las perspectivas de crecimiento mundial se revisan a la baja en un contexto de elevada incertidumbre geopolítica y comercial

5.4.a Crecimiento del PIB. Observado y previsiones (a)



5.4.b Inflación. Observada y previsiones (a)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a Agregados del *World Economic Outlook*, salvo para América Latina, que está compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

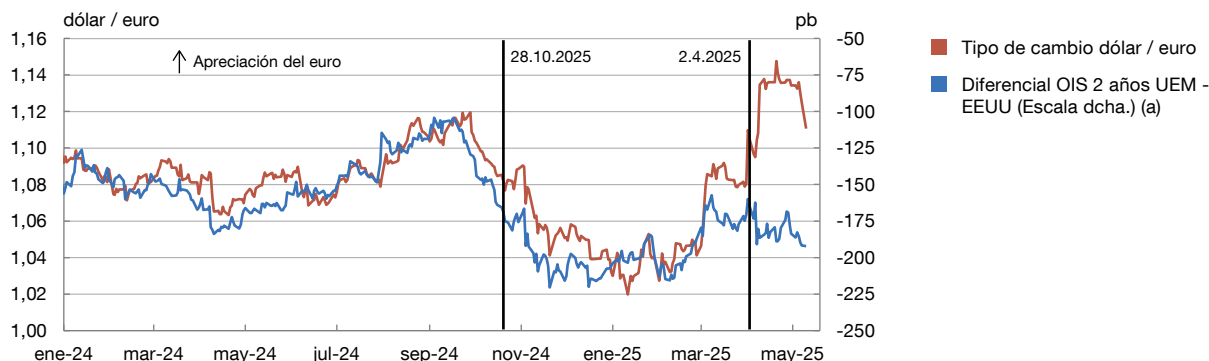
Divergencia en la política monetaria de las principales economías avanzadas

El proceso de normalización de la inflación se ha ralentizado a nivel global en el período reciente. Las tasas de inflación han dejado de disminuir en los últimos meses en la mayoría de las regiones, debido a la resistencia a la baja de la inflación de los servicios y al incremento de los precios energéticos. Las expectativas de inflación a corto plazo se han elevado, particularmente en economías como Estados Unidos, en un contexto de recrudecimiento de las tensiones proteccionistas. No obstante, de cara a los próximos trimestres, el escenario central en el área del euro sigue siendo de convergencia paulatina en el horizonte de previsión hacia el nivel objetivo del 2 % (véase gráfico 5.4.b).

Gráfico 5.5

Condicionado por las tensiones comerciales, el dólar se ha depreciado recientemente respecto al euro, pese a la mayor reducción de los tipos de política monetaria en el área del euro

5.5.a Diferencial de tipos de interés y tipo de cambio bilateral entre EEUU y el área del euro



FUENTES: Banco de España, Bloomberg Data License y LSEG Datastream. 28.10.2024 es la fecha de cierre del último informe. 2.4.2025 es la fecha de la escalada del conflicto arancelario. Última observación: 12 de mayo de 2025.

a El tipo OIS aproxima el tipo de interés libre de riesgo.

En este contexto, las políticas monetarias de las principales economías avanzadas han comenzado a mostrar divergencias. Mientras que el Banco Central Europeo continuó reduciendo los tipos de interés oficiales y los mercados y los analistas han mantenido las expectativas de mayores rebajas a lo largo de 2025, en Estados Unidos la Reserva Federal pausó en enero el proceso de relajación monetaria. Esta divergencia y las diferentes perspectivas de crecimiento han tenido su reflejo en la evolución de los mercados cambiarios, con la apreciación del dólar hasta finales de 2024 y una evolución volátil de su tipo de cambio en 2025 (véase gráfico 5.5). En los meses recientes, la depreciación del dólar estaría más asociada a la incertidumbre en torno a otras políticas económicas de Estados Unidos que a consideraciones estándar sobre política monetaria.

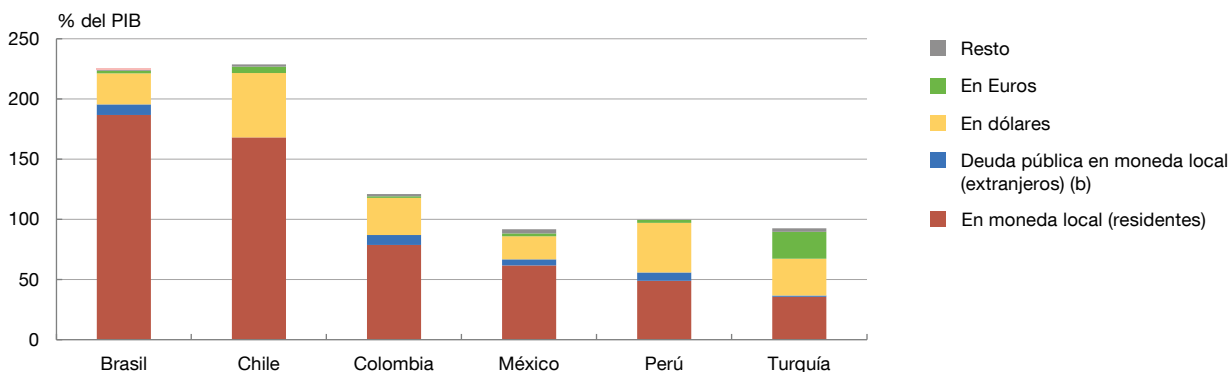
Las economías emergentes son particularmente vulnerables a la incertidumbre que rodea la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y al valor del dólar. Esta incertidumbre podría desembocar en tensiones en los mercados financieros internacionales y en cambios bruscos de los flujos de capitales y las condiciones financieras globales, que afectarían en mayor medida a estas economías⁷. A su vez, esto podría acarrear en buena parte de ellas un tono más restrictivo de sus políticas monetarias y una reducción del crédito bancario. Las economías emergentes potencialmente más vulnerables a las tensiones financieras globales serían aquellas con un mayor porcentaje de deuda denominada en moneda extranjera o en cuyos mercados de deuda locales la presencia de inversores extranjeros sea más alta (véase gráfico 5.6.a). Hasta ahora, estas economías han mostrado resiliencia al entorno incierto (véase, por ejemplo, el gráfico 4.14), pero los riesgos señalados permanecen.

⁷ Véase la ficha 14 del *Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2024*.

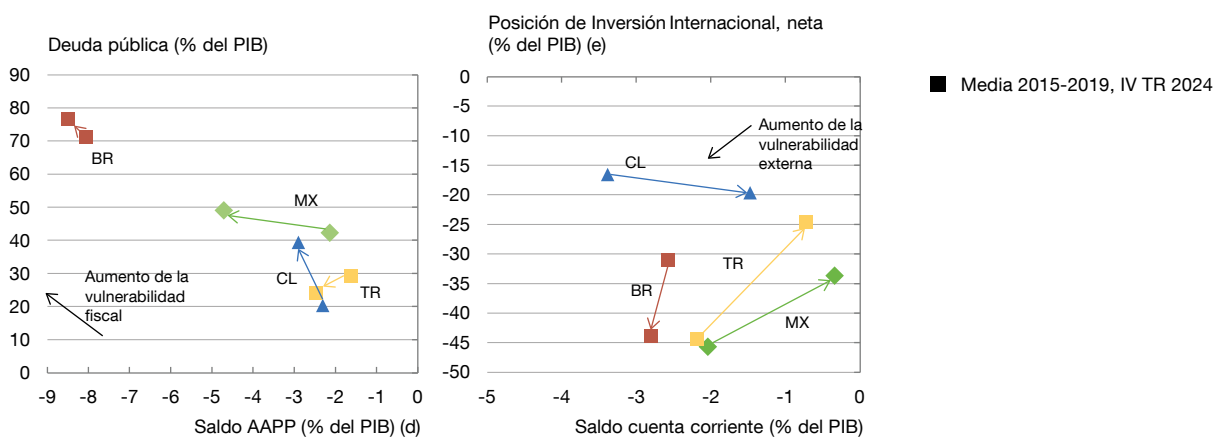
Gráfico 5.6

Las economías emergentes con mayores pasivos denominados en moneda extranjera y peor posición fiscal presentan un mayor grado de vulnerabilidad financiera al entorno de riesgos actual

5.6.a Composición de la deuda por monedas (a)



5.6.b Indicadores de vulnerabilidad (c)



FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales. Última observación: cuarto trimestre de 2024.

- a Desglose por monedas de la deuda de empresas no financieras, hogares, bancos y sector público.
b Deuda del Gobierno en moneda local en manos de no residentes.
c Pares de valores de cada variable para la media entre los años 2015 y 2019 (punto de inicio, origen de la flecha) y el cuarto trimestre de 2024 (punto final, extremo de la flecha). BR: Brasil, CL: Chile, MX: México y TR: Turquía.
d Superávit (+) o déficit (-) público como porcentaje del PIB.
e Activos frente al exterior menos pasivos frente al exterior (*stocks*) como porcentaje del PIB.

Otros riesgos macroeconómicos

El sector bancario español mantiene negocios en economías emergentes donde se identifican riesgos adicionales vinculados a desequilibrios fiscales y a su posición exterior. En algunos de estos países, como México o Brasil, los riesgos más relevantes están relacionados con las vulnerabilidades fiscales (véase gráfico 5.6.b). En Turquía ha proseguido la corrección progresiva de sus desequilibrios macrofinancieros, si bien el proceso de reducción de la inflación está siendo muy gradual, lo que podría limitar el ciclo de relajación monetaria iniciado por el banco central.

La economía española afronta riesgos adicionales sobre su crecimiento vinculados al empleo, la inmigración y la vivienda. Por un lado, el crecimiento podría verse frenado por una evolución más desfavorable de lo previsto de la creación de empleo o por la ralentización de los flujos migratorios, que han sido claves para explicar el crecimiento reciente de nuestra economía. Por otro lado, un potencial agravamiento de los problemas de accesibilidad a la vivienda podría llegar a constituir un cuello de botella para el crecimiento. Las crecientes dificultades de accesibilidad implican destinar mayores recursos a la vivienda y menos a otros bienes y servicios. Además, estas dificultades podrían limitar la movilidad laboral y las mayores ganancias de competitividad y productividad asociadas, lastrando el crecimiento potencial de la economía.

5.4 Ciberriesgos

La gestión de los ciberriesgos representa una prioridad para el sector financiero. Tras la reducción en el número de ciberincidentes significativos para las entidades bancarias europeas observada después de la pandemia, los dos últimos años estos han experimentado un incremento notable (véase gráfico 5.7), en especial debido a ataques de denegación de servicio y ataques de *ransomware* a proveedores de servicios⁸. En 2024, de hecho, se ha alcanzado el máximo de la serie histórica disponible⁹. De acuerdo con los contactos mantenidos con los analistas externos (véase de nuevo el recuadro 5.1) y con la información supervisora disponible, las entidades bancarias españolas están abordando de forma prioritaria estos riesgos, que constituyen una de sus mayores amenazas emergentes. Esta percepción también es compartida a escala europea¹⁰.

Aunque el potencial disruptivo de los ciberriesgos en la operativa de las entidades es alto, su traslación a una crisis de estabilidad financiera no es evidente. El canal más plausible a través del cual los ciberriesgos podrían acabar desencadenando una crisis sistémica sería el de provocar una crisis de liquidez generalizada. Esta tendría su origen en una retirada de fondos abrupta por parte de los clientes ante la aparición de noticias sobre un incidente operativo grave. Para que esto ocurra es necesario, por un lado, que el incidente sea suficientemente severo y duradero como para erosionar la confianza de los clientes en la recuperación de sus fondos. Por otro lado, el incidente debería alcanzar a todo el sistema o

8 Un ataque de denegación de servicio es un tipo de ataque a un sistema, aplicación o dispositivo para dejarlo fuera de servicio debido a una saturación de peticiones. Un ataque *ransomware* se basa en la introducción de un software maligno cuya funcionalidad es «secuestrar» un dispositivo en su arranque o la información que contiene de forma que la víctima no podrá acceder a la misma salvo que pague un rescate.

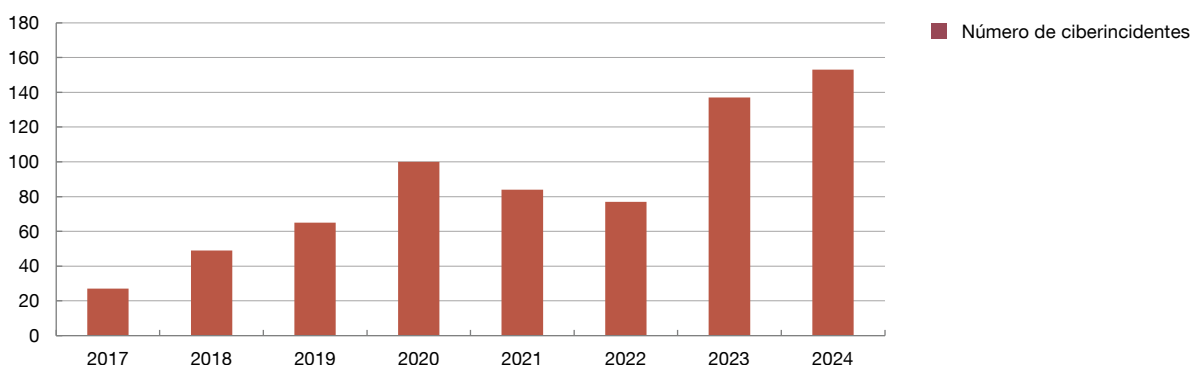
9 Otros indicadores también apuntan a una mayor incidencia de ciberataques en 2024. Por ejemplo, según información ofrecida por el proveedor privado Chainalysis, los robos de criptomonedas por parte de *hackers* vinculados al gobierno de Corea del Norte crecieron hasta los 1.340 millones de dólares en 2024, más del doble que el año anterior y la cifra anual más alta registrada hasta ahora. Prosiguiendo con esta tendencia creciente, el 21 de febrero de 2025 el Grupo Lazarus, presuntamente promovido por el Gobierno norcoreano, llevó a cabo el mayor robo de criptomonedas de la historia al sustraer casi 1.500 millones de dólares en Ether del *crypto exchange* Bybit, superando así en un solo ataque el monto total de todo 2024.

10 Según se deduce de las respuestas de los bancos a la encuesta de evaluación de riesgos de la Autoridad Bancaria Europea, publicada dentro de su *Informe de Evaluación de Riesgos*, tanto en julio como noviembre de 2024.

Gráfico 5.7

El refuerzo de la ciberresiliencia es clave en un contexto de aumento significativo de los ciberincidentes de mayor impacto en las entidades europeas

5.7.a Ciberincidentes significativos reportados al MUS por entidades significativas. Número de eventos



FUENTE: Banco Central Europeo. Última observación: 2024.

gran parte de este, lo que requiere impactar a un número amplio de entidades con marcos operativos diversos. Por último, incluso en dicho escenario (ataque con afectación severa, duradera y generalizada), los organismos supervisores podrían desplegar las facilidades específicas en materia de liquidez de las que disponen para contener su impacto.

El refuerzo de la ciberresiliencia es una prioridad de las autoridades gubernamentales y los supervisores financieros a nivel europeo y nacional. La capacidad de disrupción de los ciberriesgos justifica el amplio espectro de las políticas generales y sectoriales desplegadas. La trasposición de la **Directiva NIS2** fortalecerá el marco ya existente de buenas prácticas sobre ciberseguridad de forma transversal¹¹. En el ámbito bancario, las autoridades han definido a las entidades sus expectativas supervisoras sobre ciberseguridad. También ha habido avances significativos en términos de la operacionalización del reglamento europeo sobre resiliencia operativa digital, de la coordinación en la Junta Europea de Riesgo Sistémico de las actuaciones de respuesta a ciberincidentes o de la priorización de los ciberriesgos en el programa de trabajo del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). La implantación de pruebas controladas de identificación de vulnerabilidades y capacidad de respuesta ante ciberincidentes en las entidades (**TIBER**, *Threat Intelligence-based Ethical Red-teaming*) contribuyen también al instrumental disponible para fortalecer la ciberresiliencia¹².

¹¹ La Directiva NIS2 establece un marco jurídico unificado para defender la ciberseguridad en 18 sectores críticos de toda la UE.

¹² El *Cyber Lexicon* del Consejo de Estabilidad Financiera define la ciberresiliencia como la capacidad de una organización para continuar llevando a cabo su misión, anticipándose y adaptándose a las ciberamenazas y a otros cambios relevantes en su entorno, así como resistiendo, conteniendo y recuperándose rápidamente ante ciberincidentes.

A pesar de los factores de mitigación existentes, la posible aplicación de la innovación tecnológica para desarrollar nuevas formas de ciberataques plantea incertidumbres. Por ejemplo, el uso de la IA y de la computación cuántica pueden generar nuevas amenazas, aunque también proporcionar nuevas formas de defensa frente a ellas. En este contexto, es necesario evitar un exceso de confianza ante la capacidad de resistencia frente a escenarios conocidos y disponer de sistemas (por ejemplo, redundancias o repositorios *off-line*) robustos ante escenarios extremos.

Por último, la dinámica de bloques a nivel global puede incrementar el número de ciberataques con motivación geopolítica. Estos tienen un mayor potencial disruptor que los asociados a la ciberdelincuencia, debido a los recursos disponibles en los aparatos de defensa de los Estados soberanos.

