

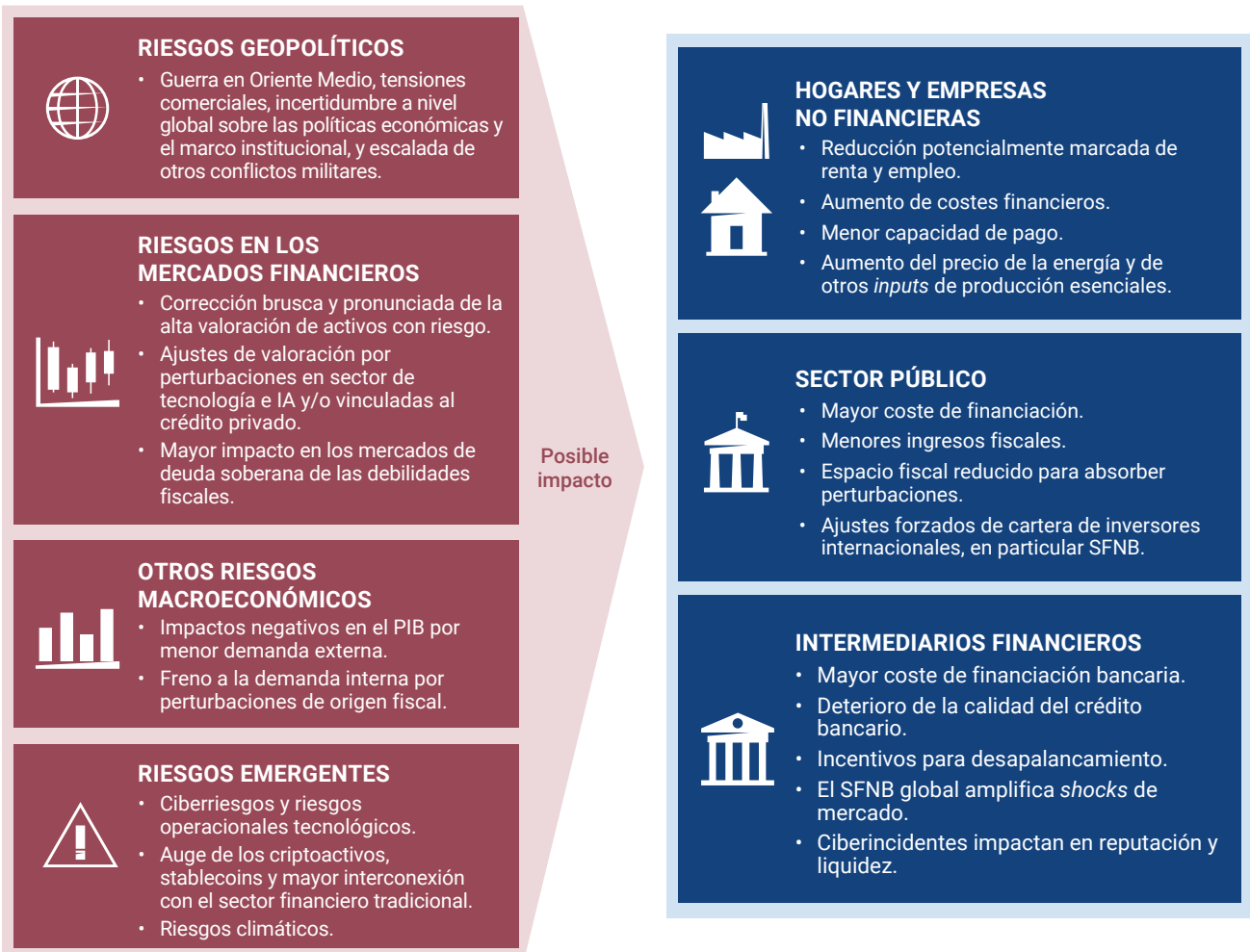
5

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 tanto en las discusiones mantenidas por el Banco de España con distintos expertos externos (véase recuadro 5.1) como en el análisis propio.

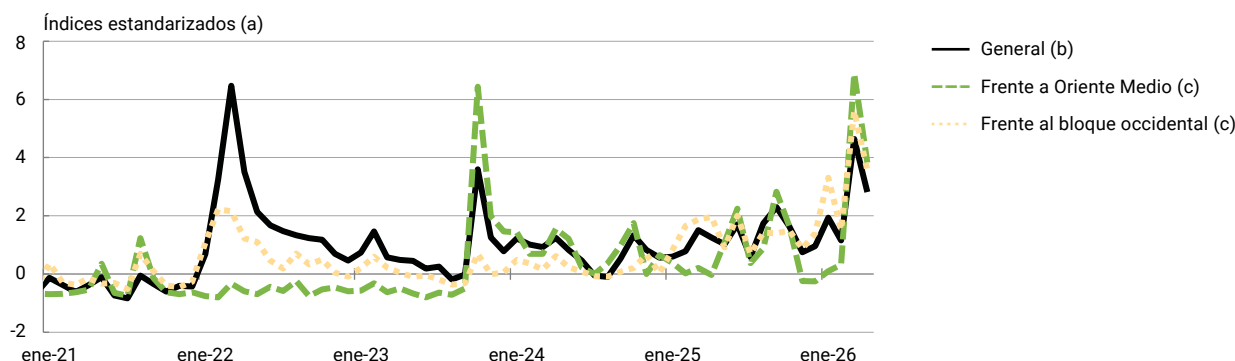
5.1 Riesgos geopolíticos

Las tensiones geopolíticas se han intensificado de forma notable debido a la guerra en Oriente Medio. El conflicto bélico desatado en febrero ha provocado un repunte de los

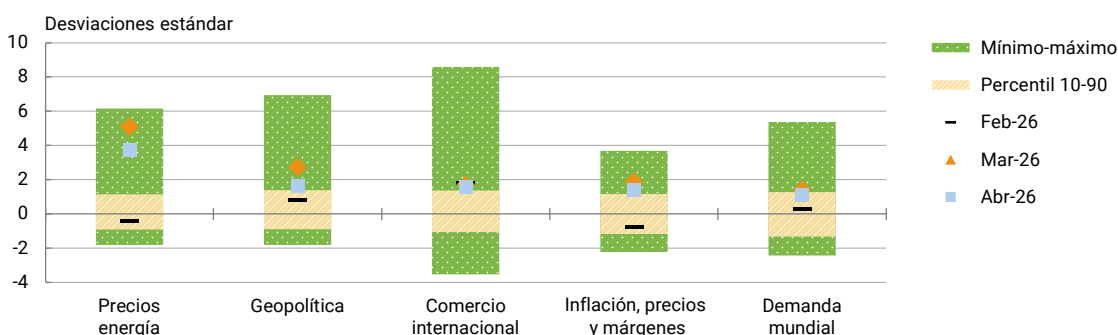
Gráfico 5.1

La guerra en Oriente Medio ha elevado de manera notable la incertidumbre geopolítica y económica, en un entorno ya previamente tensionado por la falta de certeza sobre las políticas económicas en EEUU y a nivel global

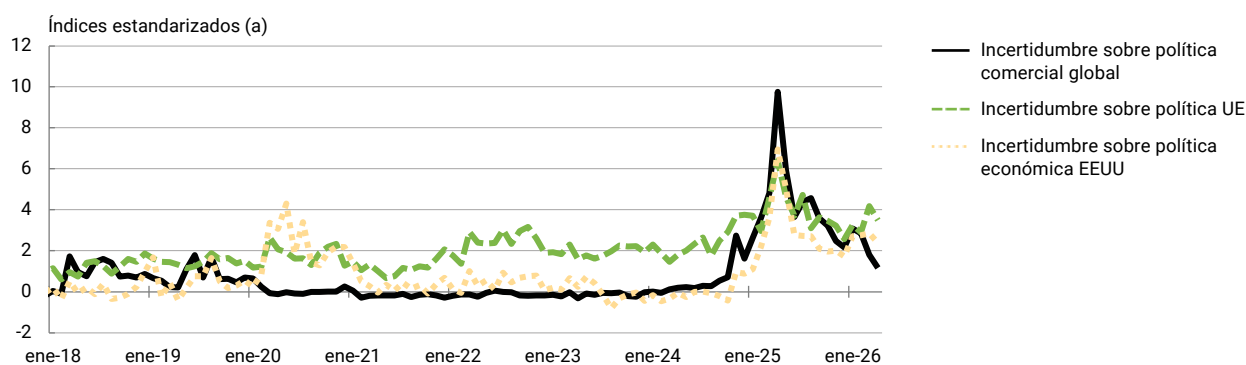
5.1.a Indicadores bilaterales de riesgo geopolítico de España



5.1.b Indicadores de incertidumbre por temas (RAUI) (d)



5.1.c Índices de incertidumbre



FUENTES: Irma Alonso Álvarez, Ekaterina Bukina, Marina Diakonova, Nino Khitarishvili, Javier J. Pérez y Pedro Piqueras. (2026). "Geopolitical Risk: A Database of General and Bilateral Indices". Documentos Ocasionales, 2603, Banco de España (panel a); elaboración propia a partir de Morteza Ghomi y Samuel Hurtado. (2026). "RAUI: Uncertainty Indicators Built With Artificial Intelligence". Documento de Trabajo, 2609, Banco de España (panel b); www.policyuncertainty.com, a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". The Quarterly Journal of Economics (panel c). Última observación: abril de 2026 (paneles a y c) y 26 de abril de 2026 (panel b).

- a Índices estandarizados con datos a partir de 1997.
- b El indicador general de riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) muestra el riesgo geopolítico percibido para España independientemente de la fuente del riesgo.
- c El indicador GPR bilateral mide en qué medida el riesgo geopolítico percibido en un país i está asociado a acontecimientos que tienen como foco a un país o región j. A diferencia del índice GPR agregado —que recoge la intensidad total de las noticias sobre riesgo geopolítico relevantes para un país—, el índice bilateral descompone esa percepción por origen geográfico. Metodológicamente, el GPR bilateral se construye identificando, dentro del conjunto de artículos que contribuyen al GPR nacional, aquellos que mencionan explícitamente un país o región concreta (por ejemplo, Rusia, China u Oriente Medio y Norte de África). Véase [Alonso-Álvarez et al. \(2026\)](#).
- d Los indicadores RAUI utilizan técnicas de inteligencia artificial (un modelo de *embedding* para seleccionar noticias relevantes mediante búsqueda semántica y un *large language model* para evaluar el nivel de incertidumbre en cada una de ellas) para construir una cuantificación del nivel de incertidumbre en noticias de prensa española referidas a distintos temas.



indicadores de riesgos geopolíticos, ya elevados en ediciones anteriores de este Informe. Dicho repunte incide en una mayor incertidumbre económica, en particular sobre los precios de la energía y, en menor medida, la inflación general (véanse gráficos 5.1.a y 5.1.b). Esta incertidumbre se ha visto también presionada al alza por la falta de certeza en torno a la política comercial estadounidense y, de forma más amplia, las políticas económicas a nivel global (véase gráfico 5.1.c). El anuncio en abril de un alto el fuego en la guerra de Oriente Medio solo ha reducido moderadamente los niveles de los indicadores de incertidumbre.

Conflicto en Oriente Medio

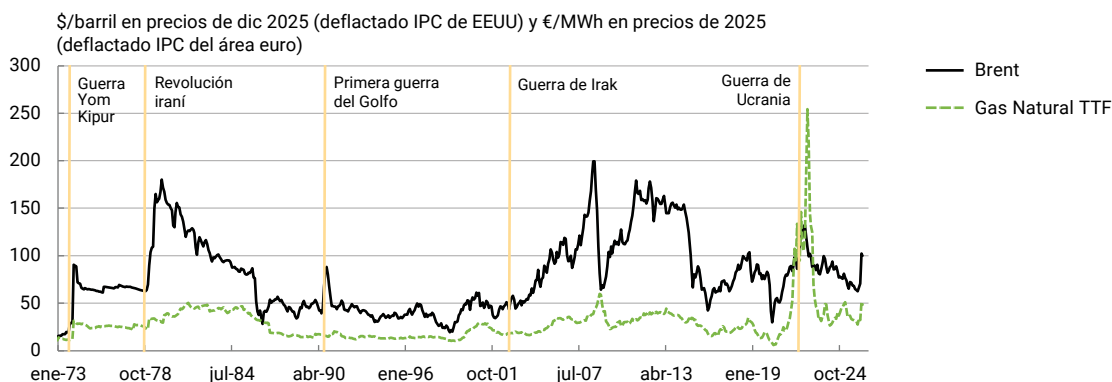
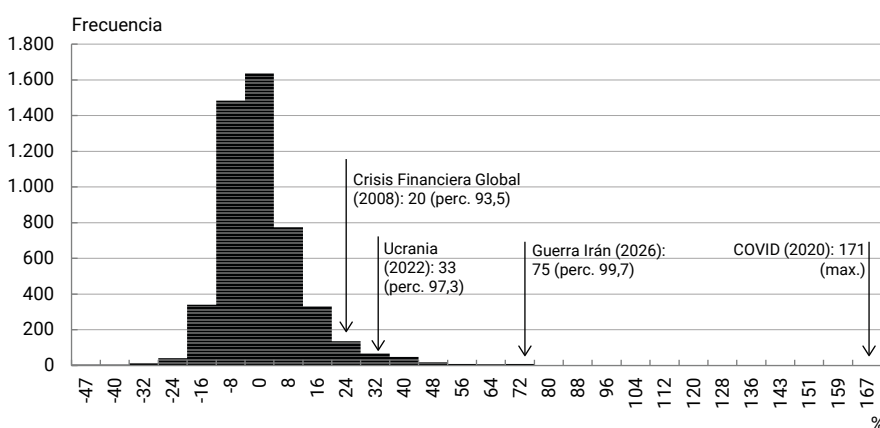
Los precios de la energía han aumentado con fuerza tras el inicio de la guerra de EEUU e Israel contra Irán. Si bien parte del incremento se corrigió tras el alto el fuego, la incertidumbre persiste y los precios han vuelto a repuntar recientemente, alcanzando en el caso del petróleo nuevos máximos desde el inicio del conflicto a finales de abril. Desde una perspectiva temporal más amplia, estos precios, en términos reales, están todavía alejados de los niveles históricos más elevados (véase gráfico 5.2.a). Los futuros predicen un descenso gradual de los precios, si bien los niveles esperados, en particular en 2026, permanecen significativamente por encima de los vigentes antes del inicio de la guerra¹. El repunte de la volatilidad en estos mercados, reflejo de la incertidumbre asociada a este conflicto, es muy marcado. Por ejemplo, para los precios del petróleo, la volatilidad se sitúa en niveles extremos de su distribución histórica (véase gráfico 5.2.b).

El volumen de la oferta global de energía afectada negativamente por el conflicto es muy elevado. El tráfico por el estrecho de Ormuz está severamente restringido desde el inicio de la confrontación bélica. Por esta vía, transita, en condiciones normales, en torno al 20 % de la oferta de petróleo mundial y de las exportaciones mundiales de gas natural licuado (GNL). El conjunto de la producción de petróleo de la región representa cerca del 30 % del total mundial y ha resultado adicionalmente afectada por el daño a las infraestructuras energéticas. Esto representa un porcentaje de la oferta de energía superior al afectado por el inicio en 2022 de la invasión rusa de Ucrania, y de más difícil sustitución por su bloqueo físico en la región². De forma relacionada, los daños sobre las infraestructuras de exportación energética de Rusia, en el contexto de la guerra entre este país y Ucrania, incrementan actualmente los riesgos a la baja sobre la oferta mundial de hidrocarburos.

No obstante, por el momento, únicamente una parte del flujo de la producción energética de la región está efectivamente restringida. En el caso del petróleo, se estima un freno

1 Los precios en los futuros de las materias primas energéticas han experimentado aumentos significativos tras el estallido del conflicto en Oriente Medio. En el caso de los correspondientes al petróleo (gas natural), su promedio en lo que resta de 2026 y 2027 se situaba antes de la guerra en torno a 70 y 67 dólares/barril (31 y 27 euros/megavatio-hora). A fecha de cierre de este Informe ascienden a 97 y 80 dólares/barril (47 y 38 euros/megavatio-hora).

2 Rusia representaba a finales de 2021 aproximadamente el 11 % de la producción mundial de petróleo y el 17 % de la de gas. El inicio de ese conflicto no supuso el bloqueo físico de la producción de Rusia, aunque sí redujo su capacidad exportadora por las distintas sanciones internacionales impuestas como respuesta al mismo. La mayor incidencia que sobre el petróleo está teniendo la guerra actual con respecto al conflicto ruso-ucraniano supone un mayor impacto sobre el sector transporte.

El conflicto en Oriente Medio impulsa los niveles y la volatilidad de los precios de las materias primas energéticas**5.2.a Precio del crudo Brent y del gas natural europeo (TTF) en términos reales (a)****5.2.b Histograma para los cambios en la volatilidad esperada del precio del petróleo (b)**

FUENTES: LSEG, Banco Mundial, FRED y Banco de España. Última observación: 29 de abril de 2026 (panel a) y 27 de abril (panel b).

- a Los datos de precios de consumo previos a la creación del área del euro se construyen a partir de una media ponderada de los precios de consumo nacionales de los países que formaron el área en 1999.
- b Se utiliza el Índice de Volatilidad del ETF de Petróleo Crudo Cboe (OVX) que mide la volatilidad esperada a 30 días del petróleo crudo, basada en precios de opciones. Los cambios son variaciones porcentuales de dos semanas en dicho índice. Para cada episodio histórico, se señala el incremento máximo de la volatilidad registrado en las dos semanas posteriores al inicio del episodio y el percentil al cual dicho cambio corresponde dentro de la distribución histórica. La serie utiliza datos diarios (suavizados con medias móviles de dos semanas) entre el 24 de mayo de 2007 y el 27 de abril de 2026.

de alrededor del 37 % de la producción de la región respecto de su nivel antes del conflicto (cerca del 10 % de la producción mundial).

La extensión y prolongación de estas restricciones podrían llevar a la fragmentación de la oferta global de energía —con impactos asimétricos por regiones— y a repercusiones duraderas negativas sobre ella. Los hidrocarburos que transitan por Ormuz se dirigen mayoritariamente a Asia³, con China, India y Japón entre los principales destinos, lo que implica un impacto relativamente más intenso en la región asiática por parte de esta crisis, y un mayor riesgo de bajo abastecimiento. Las repercusiones sobre la oferta podrían ser duraderas debido, en primer lugar, a que el aumento de la producción por parte de los países del Golfo que se han

3 Véase <https://www.iea.org/about/oil-security-and-emergency-response/strait-of-hormuz>.

visto obligados a recortarla requerirá tiempo por restricciones técnicas. Además, el daño que el conflicto bélico pueda ocasionar en las infraestructuras energéticas y yacimientos de la región podría requerir, en el primer caso, un periodo prolongado de reparación y, en el segundo, ser parcialmente irre recuperable.

En respuesta a esta perturbación negativa de oferta, distintos países han adoptado medidas de mitigación parcial. En primer lugar, se han liberado reservas estratégicas de petróleo, que compensan una fracción limitada de la pérdida de producción⁴. Por su parte, en algunas jurisdicciones se están desplegando medidas fiscales y actuaciones de gestión de la demanda (p. ej., reducción de consumo, eficiencia energética)⁵. No obstante, su alcance esperado es limitado y su coste puede incidir negativamente sobre vulnerabilidades fiscales preexistentes.

El conflicto está afectando negativamente también a otros componentes de las cadenas globales de valor y plantea riesgos adicionales relevantes sobre ellas. En particular, por el estrecho de Ormuz circulan en condiciones normales un tercio del comercio global de fertilizantes y una parte considerable del suministro de helio y neón, críticos para la fabricación de semiconductores. Además, debido a sus efectos sobre rutas marítimas clave y sobre el precio del combustible, la perturbación sobre las cadenas globales de producción podría afectar al coste del transporte de todo tipo de *inputs*.

Tensiones comerciales

La política comercial de EEUU se ha visto perturbada en los últimos meses como consecuencia del litigio judicial sobre la misma. En febrero, el Tribunal Supremo de EEUU invalidó parte del esquema arancelario introducido en abril de 2025, al considerar que la normativa en que se apoyaba no lo permitía. En respuesta, el Gobierno de EEUU ha establecido un arancel temporal generalizado por países, con una vigencia máxima de 150 días, del 10 %, con posibilidad de elevarlo hasta el 15 %, al amparo de una legislación distinta. Este nuevo esquema convive, además, con otros aranceles basados en consideraciones de seguridad nacional y en la respuesta a prácticas comerciales desleales.

En conjunto, estas decisiones han dado lugar a una reducción del nivel medio de los aranceles aplicados por EEUU, aunque de forma heterogénea por países. Así, economías como China,

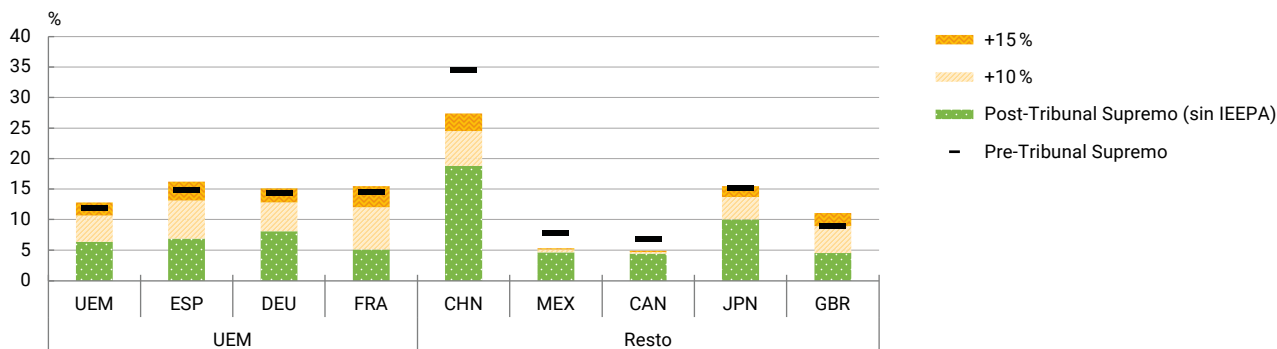
4 En particular, los miembros de la Agencia Internacional de la Energía acordaron la mayor liberación de reservas de barriles de petróleo de la historia, alrededor de 400 millones. Teniendo en cuenta las restricciones técnicas, se podrían liberar 2 millones de barriles al día durante 200 días, una cifra muy inferior a la producción afectada actualmente por la guerra, que se estima en torno a 10 millones de barriles diarios.

5 En España, en marzo de 2026 el Gobierno aprobó un *paquete extraordinario de medidas*, con una movilización de recursos cercana a los 5.000 millones de euros. El paquete incluye rebajas impositivas, así como un conjunto de subvenciones, ayudas directas y otras medidas de apoyo. Entre estas destacan las bonificaciones adicionales de 20 céntimos por litro de gasóleo para el transporte y los sectores agrícola y ganadero, y las ayudas a los sectores industrial y energético. Asimismo, se contemplan transferencias al sector primario y al transporte marítimo, medidas de protección al consumidor energético y deducciones en el IRPF para la adquisición de vehículos eléctricos.

Gráfico 5.3

Tras el fallo del Tribunal Supremo que invalidaba parte de la política comercial desplegada en EEUU desde 2025, el arancel efectivo sobre las importaciones del área del euro no ha variado materialmente

5.3.a Aranceles efectivos de EEUU posfallo del Tribunal Supremo (a)



FUENTES: Global Trade Alerts y Banco de España.

a Se comparan cuatro situaciones: (1) situación antes del fallo del Tribunal Supremo, (2) situación después del fallo, (3) recargo arancelario global temporal a partir del 24 de febrero: +10% (actualmente en vigor), y (4) +15% (máximo contemplado bajo el marco vigente). Véase nota A2.5.1.1 en el anejo 2.



Canadá y México han registrado descensos más acusados, mientras que en el área del euro el arancel efectivo se habría reducido de forma mucho más limitada (véase gráfico 5.3)⁶.

De cara al futuro, la incertidumbre en torno a la política comercial estadounidense se ha incrementado de forma significativa, especialmente a medio plazo. Tras el período inicial de cinco meses, la eventual prolongación de los aranceles deberá apoyarse en marcos legales que, en la mayoría de los casos, solo permiten la imposición de medidas de carácter permanente para sectores específicos⁷. Esto podría dar lugar a un sistema de medidas comerciales menos predecible, más fragmentado y sectorial, dificultando la planificación a medio plazo de las cadenas globales de suministro.

Asimismo, persisten riesgos de tensiones comerciales en sectores estratégicos, en particular en tierras raras⁸, tecnologías avanzadas y semiconductores. La Unión Europea presenta una elevada dependencia externa de insumos críticos, exponiéndola a perturbaciones derivadas de restricciones comerciales o controles a la exportación. Aunque la exposición directa de España es limitada, los efectos indirectos a través de las cadenas europeas de

6 Los cambios en la política arancelaria de EEUU tienen también consecuencias heterogéneas por productos. Así, cerca del 60% de los productos exportados por el área del euro y por España a EEUU se enfrentan actualmente a un menor arancel, mientras que en torno a un tercio soportan gravámenes más elevados.

7 Por ejemplo, hay diferentes marcos legales que permiten a EEUU iniciar investigaciones formales sobre prácticas comerciales de terceros países y, en función de sus resultados, imponer aranceles u otras restricciones. Actualmente, las investigaciones en curso se centran en el exceso de capacidad manufacturera y en los regímenes nacionales sobre importaciones vinculadas al trabajo forzoso, aunque su ámbito potencial se extiende también a sectores como el farmacéutico, digital, medioambiental y agroalimentario.

8 Las tierras raras son un conjunto de 17 metales —los 15 lantánidos, junto con el escandio y el itrio— utilizados como insumos esenciales en tecnologías avanzadas, cuya relevancia económica deriva, en particular, de la elevada concentración geográfica de sus cadenas de suministro.

suministro, en particular en automoción e industria manufacturera, constituyen un canal de riesgo relevante.

Otros factores de incertidumbre en las relaciones geopolíticas

En EEUU, la incertidumbre sobre otras políticas económicas con implicaciones para la economía global sigue siendo elevada. En particular, en el ámbito financiero, las autoridades estadounidenses han mostrado su disposición a rebajar los requerimientos de capital a las entidades bancarias con respecto a los planes previamente anunciados⁹. Además, persiste la incertidumbre sobre la articulación de la independencia de las agencias públicas en un contexto de perturbaciones del marco institucional. Estas pueden tener repercusiones negativas sobre la estabilidad de precios y financiera, especialmente a medio y largo plazo.

De forma más general, el deterioro de la cooperación multilateral dificulta la articulación de respuestas coordinadas frente a perturbaciones de alcance global. Esta fragmentación limita los avances en ámbitos como el climático y también puede mermar la capacidad de reacción conjunta ante episodios de crisis financieras sistémicas, para cuya gestión la actuación coordinada fue clave durante la crisis financiera global.

Posibles impactos de los riesgos geopolíticos

La economía española, caracterizada por un elevado grado de apertura comercial y dependencia energética, se vería afectada por la materialización adicional de riesgos geopolíticos. En la actualidad, estos están dominados por el conflicto en Oriente Medio, que introduce un sesgo a la baja para la actividad mundial, especialmente en áreas importadoras netas de energía, como el área del euro¹⁰, y al alza para la inflación. Una primera exploración de los efectos sobre la economía española se llevó a cabo en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo¹¹. Bajo el escenario central, los efectos del conflicto serían moderados, pero escenarios más adversos en torno al mismo, asociados a una mayor intensidad del conflicto y a una mayor persistencia del *shock* energético, agravarían significativamente los efectos contractivos sobre la actividad y aumentarían las presiones al alza sobre la inflación. En particular, en el escenario más severo considerado en este ejercicio, el crecimiento del PIB podría reducirse en 0,4 pp en 2026 y en 0,6 pp en 2027 respecto al escenario central, mientras que la tasa de inflación podría situarse en el 5,9 % y el 3,2 % en dichos años, respectivamente.

9 Véanse las declaraciones de Bowman realizadas durante el Cato Institute Policy Forum: Basel III and Bank Capital Rules, en el marco de su discurso "Capital Rules for the Real Economy".

10 El área del euro está expuesta de forma significativa a perturbaciones externas, como resultado de su elevada integración en las cadenas globales de valor y los mercados financieros internacionales, así como de su dependencia de insumos energéticos importados, en particular del gas natural. El estallido del conflicto en Oriente Medio ha coincidido con niveles reducidos de almacenamiento de gas natural en el área del euro, lo que incrementa la sensibilidad de los precios del gas de referencia en Europa ante tensiones de oferta y la competencia de la demanda de otras áreas.

11 Véase *Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Marzo 2026*.

La prolongación del conflicto en Oriente Medio está sujeta a una elevada incertidumbre y podría extender los efectos sobre los precios y la disponibilidad de energía y otros insumos de producción. Es, así, necesario considerar escenarios hipotéticos adicionales, alejados del escenario central, para valorar los riesgos para la estabilidad financiera en España¹². El recuadro 5.2 analiza dos escenarios macroeconómicos en función de supuestos hipotéticos muy adversos de evolución del precio del petróleo (hasta 145 y 220 dólares por barril de Brent, respectivamente) y evalúa sus efectos sobre la solvencia bancaria con el marco FLESB (*Forward-Looking Exercise on Spanish Banks*) de pruebas de resistencia del Banco de España. Los resultados muestran una notable resiliencia agregada del sistema bancario español ante este tipo de escenarios, pero un impacto sustancial negativo sobre la capacidad de generación de beneficios de las entidades.

Existen riesgos asociados a la exposición que mantiene el sector bancario español a varias economías emergentes que también podrían verse tensionadas a raíz de la guerra en Oriente Medio. Estas incluyen en particular a América Latina y Turquía, que habían venido mostrando una notable resiliencia desde el inicio de 2025. El conflicto ha provocado tensiones en las condiciones financieras de estas geografías y un endurecimiento del tono esperado de sus políticas monetarias. Todo ello se produce en un contexto en el que persisten riesgos asociados a la sostenibilidad fiscal en alguno de estos países (como Brasil, México o Colombia), dados sus elevados niveles de endeudamiento, tanto interno como externo. Además, la posición fiscal de algunos de ellos es sensible a episodios de apreciación del dólar, debido a que el grueso de sus emisiones internacionales de deuda pública está denominado en esta moneda.

Otros riesgos geopolíticos, asociados a las políticas comerciales de EEUU o a cambios en el marco institucional internacional, podrían afectar negativamente también a la economía española. De forma general, estos riesgos tendrían consecuencias negativas sobre la actividad (p. ej. retrayendo el consumo de los hogares y la inversión de las empresas), pero ambiguos sobre la inflación (p. ej. el redireccionamiento de exportaciones asiáticas a Europa bajo algunos escenarios podría tener efectos deflacionarios). En este contexto, la menor exposición comercial directa a EEUU, en comparación con otras economías europeas, actuaría como elemento parcialmente mitigador de los riesgos que operan a través de los canales comerciales.

5.2 Riesgos en los mercados financieros

Condiciones favorables en los mercados financieros y riesgo de corrección abrupta

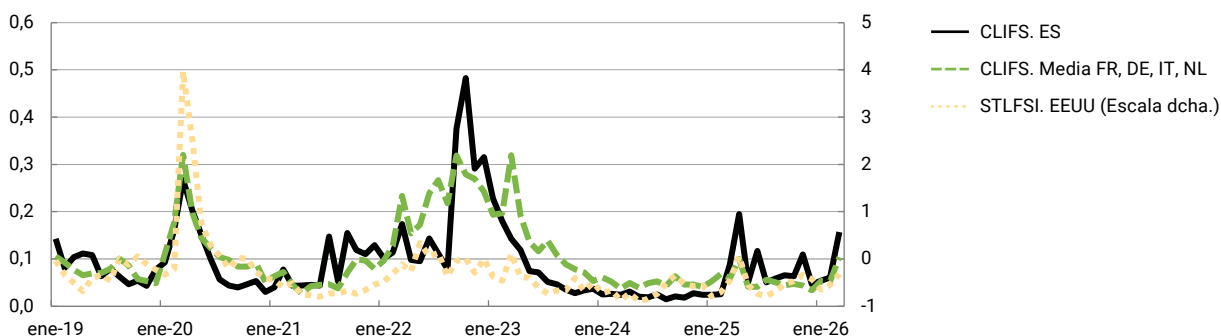
A pesar del aumento de la incertidumbre asociada al conflicto en Oriente Medio, se mantienen condiciones favorables en los mercados financieros y un riesgo elevado de corrección

12 Desde la óptica de la proyección económica y la política monetaria, los escenarios alternativos considerados, aunque de menor probabilidad que el central, se sitúan en torno a las expectativas, ya que las decisiones de política económica que sustentan necesitan orientarse sobre la evolución más probable de la economía. Desde la óptica de la estabilidad financiera, es necesario considerar escenarios improbables, pero todavía plausibles, para medir y asegurar la resiliencia del sistema financiero frente a estos casos hipotéticos extremos.

Gráfico 5.4

Los mercados financieros no muestran por ahora signos elevados de estrés, pero podrían cambiar con rapidez en función de eventos geopolíticos

5.4.a Indicadores de tensión en los mercados financieros [CLIFS (*Country-Level Index of Financial Stress*) y STLFSI4 (*St. Louis Fed Financial Stress Index*)] para distintas jurisdicciones (a)



FUENTES: Reserva Federal de EEUU y Banco Central Europeo. Última observación: marzo de 2026

a El índice CLIFS del Banco Central Europeo (BCE) mide el grado de tensión financiera en cada país a partir de indicadores de mercado de distintos segmentos —renta variable, deuda soberana, mercado monetario y divisas—, que capturan tanto movimientos de precios como episodios de elevada volatilidad. Valores más altos indican un mayor nivel de estrés financiero (rango entre 0 y 1). El STLFSI4 mide el nivel de estrés financiero en EEUU a partir de un conjunto de variables de mercado que abarcan los segmentos de renta fija, crédito, renta variable y volatilidad. Valores positivos indican condiciones de estrés financiero superiores a la media histórica.

abrupta de las valoraciones. Como se ha mostrado en la sección 4.2, la corrección a la baja de los precios de los activos con riesgo tras el inicio de este conflicto ha sido muy moderada en relación con episodios comparables de conflicto militar o de interrupción de la oferta global (p. ej., el COVID-19). Esta contención refleja posiblemente expectativas favorables sobre el conflicto en términos de duración o alcance. De hecho, por el momento los indicadores sobre signos de estrés financiero no apuntan a un tensionamiento comparable a crisis severas recientes como el COVID-19 o la invasión rusa de Ucrania (véase gráfico 5.4). No obstante, la incertidumbre es elevada y la percepción del mercado podría deteriorarse ante una eventual escalada del conflicto.

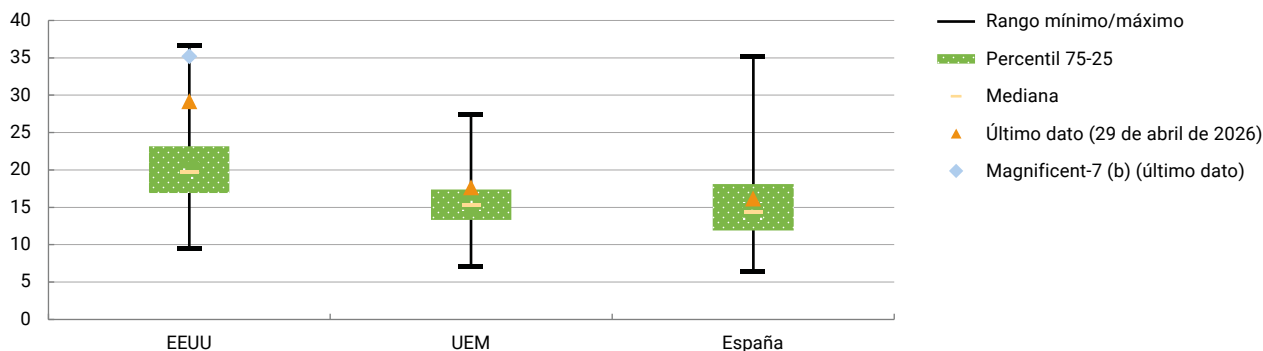
Valoraciones elevadas en renta variable y renta fija corporativa

Las cotizaciones bursátiles podrían verse particularmente afectadas, ya que recogen perspectivas de evolución muy favorables de los beneficios empresariales. El precio de las acciones en relación con los beneficios de las empresas (PER, por sus siglas en inglés) se sitúa en niveles ligeramente superiores al percentil 75 de la distribución histórica en el área del euro y muy por encima de esta cota en EEUU (véase gráfico 5.5), registrando niveles aún mayores en el caso del conjunto de empresas tecnológicas *Magnificent 7*. Estas valoraciones tan elevadas recogen la expectativa de que los beneficios crezcan de forma notable con respecto a su nivel actual. Sin embargo, esta expectativa puede ser difícil de mantener si se deterioran las perspectivas macroeconómicas o si ciertos sectores empresariales como el tecnológico se ven afectados de forma particular por la crisis actual, como se discute más abajo.

Gráfico 5.5

El valor de los activos bursátiles en relación con los beneficios empresariales continúa siendo elevado desde una perspectiva histórica

5.5.a Ratios PER de los mercados bursátiles (a)



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Última observación: 29 de abril de 2026.

- a A partir de series mensuales de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y EEUU y desde 1987 para España. El *price earnings ratio* (PER) recoge la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción.
- b Se incluye a Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.

También podría producirse un repunte abrupto de las primas de riesgo corporativas. Estas primas han mostrado una elevada resistencia desde el inicio del conflicto, con una recuperación paulatina a finales de abril (véase sección 4.2). No obstante, algunos sectores empresariales podrían verse particularmente afectados en los escenarios más adversos del conflicto en Oriente Medio, que incluirían restricciones a su capacidad de producción a corto plazo. Ello puede hacer que repunte la prima de riesgo de los bonos emitidos. Este deterioro en la solvencia empresarial se trasladaría también a los fondos que invierten en crédito privado destinado a los mismos.

Crédito privado

Los fondos de inversión especializados en crédito privado han experimentado tensiones en los últimos meses. Se han producido quiebras en empresas receptoras de crédito privado (p. ej., *First Brands*, véase recuadro 3.2), lo que ha reducido la confianza de los inversores. Ello se ha traducido en correcciones a la baja de sus cotizaciones (véase gráfico 5.6) e incluso en tensiones de liquidez que han provocado limitaciones o suspensiones de la retirada de fondos (véase recuadro 3.2).

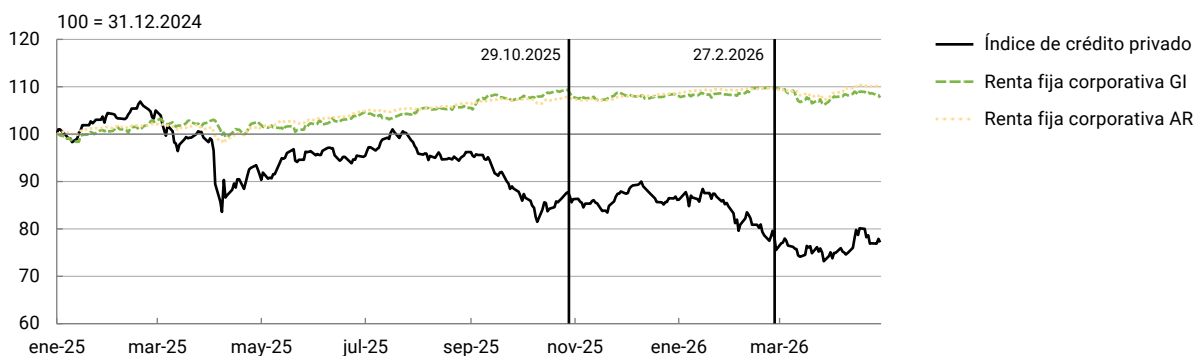
Una eventual corrección adicional de las valoraciones o un aumento de las peticiones de reembolso en esta clase de fondos podría actuar como un mecanismo de propagación de tensiones. Estas vulnerabilidades podrían verse amplificadas por la menor liquidez estructural de los activos subyacentes y por el posible desajuste entre dicha liquidez y las condiciones de reembolso ofrecidas por algunos vehículos de inversión como los BDC (*Business Development Company*¹³).

13 El término *Business Development Company* designa a un vehículo de inversión regulado en EEUU, de tipo fondo cerrado, orientado a financiar mediante deuda y capital a empresas pequeñas y medianas no cotizadas y que, bajo determinadas condiciones, goza de un tratamiento fiscal favorable al distribuir la mayor parte de sus beneficios.

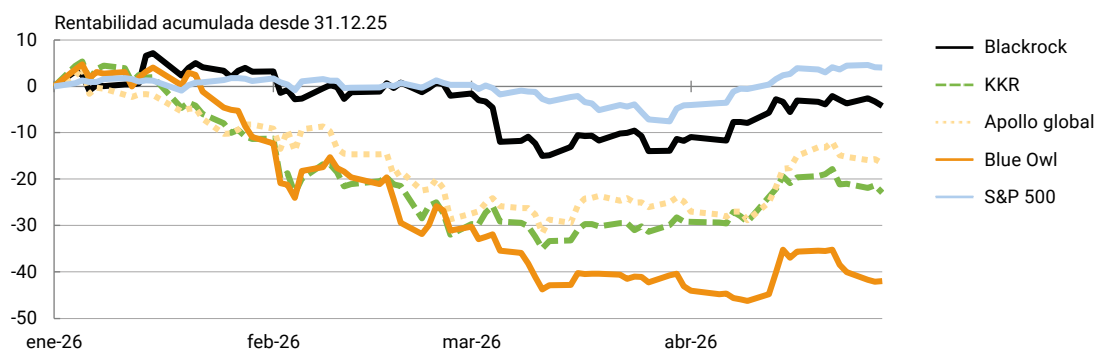
Gráfico 5.6

El crédito privado se ha visto penalizado por la materialización de una serie de eventos negativos de riesgo de crédito y liquidez, lo que ha afectado a las valoraciones de las empresas que gestionan los fondos que invierten en esta forma de crédito

5.6.a Índice de crédito privado (a)



5.6.b Rentabilidad acumulada de la cotización bursátil de las principales gestoras de fondos de inversión especializados en crédito privado y del índice S&P 500



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. 29.10.2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha de 27.2.2026 indica el cierre anterior al inicio del conflicto en Irán.

a El índice de crédito privado S&P BDC mide el rendimiento de las cotizaciones bursátiles de 44 compañías de inversión estadounidenses centradas en el crédito privado. El índice de renta fija corporativa GI es un índice elaborado por Iboxx que recoge las 3.000 referencias principales de bonos americanos con grado de inversión. El índice de renta fija corporativa AR es un índice elaborado por Iboxx que recoge las 1.200 referencias principales de bonos americanos con alto rendimiento.

El volumen total de financiación en crédito privado se estima entre 1.500 y 2.000 mm de dólares a nivel global, pero podría afectar al conjunto del sistema financiero a través de diversos canales¹⁴. En respuesta a este contexto, se ha intensificado la monitorización por parte de distintos supervisores financieros, pero no se ha identificado por el momento una señal clara de riesgo sistémico¹⁵.

Riesgos de mercado asociados a la inteligencia artificial

El mercado ha comenzado a penalizar a algunos sectores potencialmente más afectados por interrupciones de su modelo de negocio por la extensión de la inteligencia artificial (IA). Aunque la elevada velocidad de cambio en torno a la tecnología de IA hace difícil prever cuáles

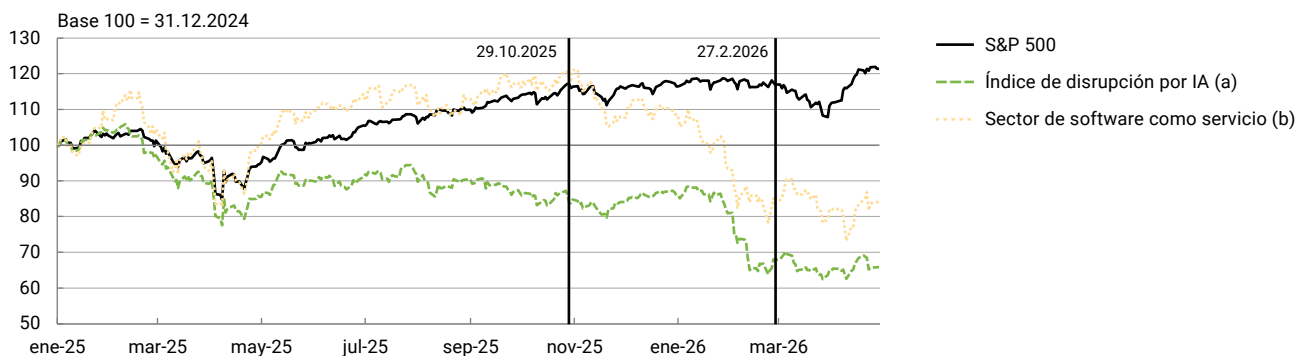
¹⁴ Véase el informe de vulnerabilidades del crédito privado publicado por el FSB el 6 de mayo de 2026.

¹⁵ Véase, por ejemplo, la intervención pública del presidente de la Reserva Federal de EEUU, Jerome Powell, el 30 de marzo.

Gráfico 5.7

Los efectos disruptivos de la IA se trasladan en caídas de las cotizaciones bursátiles de los sectores que pueden verse afectados negativamente por ellos

5.7.a S&P500, índice de disrupción por IA y de software como servicio



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 29 de abril de 2026. 29.10.2025 es la fecha de cierre del IEF anterior; la fecha de 27.2.2026 indica el cierre anterior al inicio del conflicto en Irán.

- a** US AI Disruption Index de Morgan Stanley. Incluye 108 empresas que se pueden ver afectadas negativamente por los avances de los desarrolladores de IA.
b El índice del sector de software como servicio de UBS incluye la cotización de compañías que proveen servicios de software en la nube (Adobe Inc., Zoom, Dropbox, etc.).

serán los sectores más afectados a medio y largo plazo, el mercado parece empezar a ejercer una cierta discriminación entre empresas afectadas en distinto grado por la extensión de tecnologías de IA. El sector de desarrollo de *software* como servicio es un ejemplo de ello (véase gráfico 5.7). La aparición de algunas herramientas de IA, en particular las que abaratan el desarrollo de *software*, han erosionado sus perspectivas de crecimiento y generación de ingresos, lo que se ha reflejado en un deterioro de sus cotizaciones.

Las propias empresas de IA también están sujetas a riesgos relevantes. Como se ha señalado en anteriores Informes, la posible aparición de nuevos competidores o la fragmentación del mercado a causa de las tensiones geopolíticas son fuentes de vulnerabilidad para las valoraciones del sector. De forma fundamental, la valoración de estas tecnologías está sujeta al riesgo de que no se materialicen las ganancias de productividad esperadas a partir de su desarrollo y aplicación – o al menos no en la escala anticipada. Si este fuera el caso, las expectativas de rentabilidad se verían defraudadas y las valoraciones de las empresas de IA afrontarían correcciones a la baja potencialmente elevadas.

La guerra en Irán puede perjudicar de manera especial a la valoración de las empresas de IA. Este conflicto puede afectar al comercio o producción de semiconductores, del que la IA es especialmente dependiente. Además, la IA es una tecnología particularmente demandante en términos de consumo de energía¹⁶, por lo que se vería asimismo afectada muy negativamente por incrementos adicionales de su coste derivados de la guerra.

¹⁶ Por ejemplo, el Departamento de Energía de EEUU recogía en 2024 (véase *informe*) cómo el consumo eléctrico de los centros de datos había crecido de los 58 TWh en 2014 a los 176 TWh en 2023 (4,4 % de la electricidad producida en ese país) y estimaba un incremento de entre 325 y 580 TWh hasta 2028 (hasta el 12 % de la electricidad producida en el país).

La dependencia del crecimiento económico al dinamismo del sector tecnológico constituye un riesgo adicional sobre la actividad y la estabilidad financiera. Si se materializan los riesgos sobre el sector, además de los efectos a través de los mercados financieros, podría producirse un ajuste de la inversión, con repercusiones particularmente relevantes en economías sistémicas como EEUU. Las repercusiones negativas sobre la actividad se extenderían hacia las economías orientadas a la exportación y especializadas en productos tecnológicos, entre las que destacan las asiáticas.

Deuda soberana

La deuda soberana también puede sufrir el impacto de una agudización del conflicto en Oriente Medio. Tanto el deterioro económico de algunos sectores productivos como las medidas de apoyo para mitigar el impacto sobre los hogares tendrán un efecto negativo sobre la posición fiscal de los países. En el caso de algunas economías avanzadas, que parten ya de situaciones fiscales frágiles, este escenario puede conllevar repuntes de la prima de riesgo mayores que los observados hasta ahora.

Posibles impactos de los riesgos en los mercados financieros

Un endurecimiento de las condiciones financieras impactaría de forma relevante en la economía española. La materialización de los riesgos anteriores podría producir un aumento generalizado de las primas de riesgo. En el caso de la deuda soberana, este aumento podría dificultar la respuesta fiscal ante escenarios de crisis, puesto que el margen fiscal es reducido. De igual manera, el sector financiero podría verse perjudicado por la mayor fragmentación del mercado de capitales y sufrir un aumento notable de su coste de financiación. En última instancia, hogares y empresas enfrentarían mayores dificultades para acceder a la financiación minorista. Esta cadena acabaría impactando negativamente en la actividad real, retroalimentando a su vez el auge de las primas de riesgo.

5.3 Otros riesgos macroeconómicos

En un entorno global caracterizado por una elevada incertidumbre en torno al conflicto de Oriente Medio, la economía española afronta algunos riesgos macroeconómicos adicionales que se discuten en esta subsección. Si bien su potencial impacto es inferior al de los riesgos discutidos en las secciones 5.1 y 5.2, también tienen el potencial de frenar la actividad económica y endurecer las condiciones financieras.

Dinamismo del crecimiento económico en España

El crecimiento de la actividad en España se enfrenta a riesgos asociados a algunos sectores específicos. En particular, las exportaciones de servicios turísticos, que representan una proporción notable sobre el PIB (5,3 % en 2025), podrían verse afectadas por perturbaciones en las preferencias globales sobre turismo u oscilaciones cíclicas en su demanda. No obstante, dichos efectos adversos podrían verse parcialmente compensados por el efecto positivo en los flujos de visitantes de la mayor seguridad relativa de España como destino turístico en un entorno de tensiones geopolíticas elevadas. Adicionalmente, el elevado dinamismo de las exportaciones españolas de servicios no turísticos y la inversión en activos intangibles podrían verse frenados por el eventual debilitamiento del comercio internacional en un entorno de elevada incertidumbre a escala global.

Riesgos derivados de la política fiscal en las economías avanzadas

Las vulnerabilidades fiscales en España y otras economías avanzadas plantean riesgos adicionales para la estabilidad macrofinanciera. Un deterioro de la percepción de los agentes sobre su sostenibilidad fiscal por perturbaciones cíclicas y estructurales de distinta naturaleza a las analizadas en las secciones 5.1 y 5.2 (p. ej., las perturbaciones sectoriales sobre el crecimiento discutidas en el párrafo anterior) podría llevar igualmente a una reevaluación brusca de sus primas de riesgo. El endurecimiento de las condiciones de financiación y la pérdida de confianza impactarían negativamente sobre el gasto público y el crecimiento económico. En el caso de economías de mayor importancia sistémica, como EEUU, las externalidades sobre el resto de la economía global serían mayores.

Mercado inmobiliario

La evolución de los precios de la vivienda constituye una fuente relevante de incertidumbre para la economía española. Aunque la inversión residencial ha mantenido una trayectoria de crecimiento en los últimos trimestres, el desacople entre oferta y demanda de vivienda seguirá presionando al alza sus precios. Si estas presiones se intensificaran, podría deteriorarse adicionalmente el problema de la accesibilidad a la vivienda, con potenciales efectos adversos sobre el bienestar, la movilidad laboral y el crecimiento económico a medio plazo.

5.4 Riesgos emergentes

Ciberriesgos y riesgos operacionales tecnológicos

El avance de los ciberriesgos y de los riesgos operacionales tecnológicos plantea un desafío cada vez mayor para la estabilidad financiera. En 2025, el número de incidentes tecnológicos¹⁷ significativos reportados al Banco de España por las entidades bajo su supervisión (entidades significativas, menos significativas, entidades de pago y de dinero electrónico) se situó en 92, siendo las categorías de eventos externos y fallos en los sistemas las más frecuentes, con solo 9 incidentes clasificados como de origen malicioso. En la misma línea, existe evidencia de una creciente profesionalización del cibercrimen y de su actividad dentro del ecosistema de los criptoactivos¹⁸. De forma más general, la digitalización del sector financiero expone a este a diversos riesgos operacionales asociados, incluso aunque no sean fruto de ciberataques, como caídas de servicio o pérdidas de acceso al dato.

El actual entorno geopolítico también acrecienta estos riesgos. El entorno global actual, más convulso y fragmentado, puede incrementar su frecuencia y severidad¹⁹. Además, los conflictos geopolíticos pueden causar daños físicos a instalaciones tecnológicas clave, como los nudos de comunicación o de computación, con repercusiones globales.

El fuerte dinamismo de la innovación tecnológica puede hacer emerger nuevas vulnerabilidades. En particular, los desarrollos tecnológicos que atañen a la ciberseguridad evolucionan de forma rápida y difícil de anticipar, como sucede con la IA generativa²⁰ o la computación cuántica²¹, lo que podría producir desequilibrios potencialmente críticos entre las capacidades ofensivas y defensivas. De hecho, algunos avances recientes en materia de IA podrían elevar ya los riesgos para la ciberseguridad, al facilitar la identificación de vulnerabilidades cibernéticas, reduciendo drásticamente el tiempo entre dicha identificación y su potencial uso malicioso (véase el recuadro 5.3).

El avance de nuevas tecnologías podría acarrear la desaparición de algunos proveedores tecnológicos tradicionales del sector financiero. Como se ha discutido en la sección 5.2 y

17 El Reglamento de la Unión Europea sobre resiliencia operativa digital (DORA) define incidente relacionado con las tecnologías de la información y la comunicación como un único suceso o una serie de sucesos interrelacionados no previstos por la entidad financiera que pone en peligro la seguridad de las redes y sistemas de información y tiene repercusiones negativas en la disponibilidad, autenticidad, integridad o confidencialidad de los datos o en los servicios prestados por la entidad financiera. Aquellos que cumplen determinados criterios y umbrales deben ser notificados a las autoridades competentes.

18 Véase el [informe](#) del proveedor privado Chainalysis para 2025.

19 Véase el [recuadro](#) dedicado a los ciberriesgos de origen geopolítico y su relevancia creciente en el *Financial Stability Report* del BCE de mayo de 2025.

20 La IA generativa es una tipología de IA capaz de generar información nueva, como texto, código o imágenes, a partir de la extrapolación de patrones identificados previamente en otras fuentes de información. Su capacidad para replicar con apariencia de verosimilitud aspectos diversos de la realidad la hacen susceptible de ser usada para fines ilícitos.

21 La computación cuántica hace uso del principio de superposición de la física cuántica para reducir drásticamente el coste computacional asociado a la resolución de algunos problemas complejos. Aunque es todavía un área en desarrollo, su potencial para resolver problemas hasta ahora inaccesibles podría llegar a comprometer la seguridad de algunos procesos, como el cifrado criptográfico.

ejemplifica el gráfico 5.7, algunos modelos de negocio, como el desarrollo de *software* como servicio, pueden verse superados por el desarrollo tecnológico en curso. Esto también afectaría a los proveedores de servicios tecnológicos al sector financiero. Ello generaría un efecto disruptivo, al menos transitorio, sobre este. La capacidad de adaptarse al nuevo entorno y sustituir proveedores obsoletos puede ser heterogénea entre entidades financieras. Los más rezagados, en particular en materia de ciberseguridad, podrían quedar entonces expuestos a nuevos riesgos operacionales.

Fortalecer la resiliencia operativa y actualizar la identificación de amenazas y vulnerabilidades resulta esencial^{22,23}. A este respecto, las pruebas de resistencia a ciberincidentes o las evaluaciones de los marcos existentes suponen herramientas útiles para detectar vulnerabilidades²⁴. Igualmente, se debe mantener una vigilancia estrecha sobre la evolución geopolítica y tecnológica que condiciona la naturaleza de estas amenazas. De forma general, los ciberriesgos y los riesgos operacionales tecnológicos deben entenderse como un desafío estructural pero cambiante, para el que es necesario asignar recursos estables que no se vean menguados a causa de escenarios de crisis o caídas en la rentabilidad.

Criptoactivos y stablecoins

Se siguen identificando riesgos relevantes para la estabilidad financiera asociados a la potencial expansión de las *stablecoins*²⁵. A pesar de no presentar la volatilidad de los criptoactivos sin respaldo²⁶, las *stablecoins* conllevan riesgos específicos derivados de su vinculación con activos de respaldo y de su potencial expansión como medio de pago o instrumento de reserva de valor. Una adopción de las *stablecoins* más amplia podría favorecer procesos de desintermediación bancaria, erosionando la base de depósitos, con efectos sobre la estructura de financiación de las entidades y la transmisión de la política monetaria. Asimismo, episodios de pérdida de confianza podrían desencadenar reembolsos masivos, obligando a los emisores de *stablecoins* a liquidar los activos de reserva en condiciones adversas, con potencial contagio a otros mercados e intermediarios financieros con exposiciones similares.

22 El *Cyber Lexicon* del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) 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.

23 Véase, para una discusión más amplia, el capítulo 5 del *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025.

24 El BCE llevó a cabo un *ejercicio de esta naturaleza en 2024*, y en 2025 el FMI publicó una *evaluación del marco europeo* regulatorio y supervisor en materia de ciberriesgos.

25 Las *stablecoins*, o criptoactivos con respaldo, tratan de controlar su volatilidad mediante su vinculación a un activo de referencia –como una moneda (por ejemplo, el dólar estadounidense) u otro tipo de activo– a través de mecanismos de estabilización. La emisión de *stablecoins* está regulada y supervisada, lo que exige el cumplimiento de requisitos prudenciales de capital y liquidez por parte de quienes las ponen en circulación. Esta exigencia las distingue de las criptomonedas sin respaldo, que no están sujetas a controles similares.

26 Véase el recuadro 4.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2025.

Estos riesgos podrían verse amplificados en el caso de las denominadas *global stablecoins*²⁷, diseñadas para su utilización a gran escala, incluso en un ámbito transfronterizo. En la actualidad, las *stablecoins* denominadas en dólares han alcanzado una posición dominante, al tiempo que la estrategia de soberanía monetaria impulsada por la Administración estadounidense promueve el desarrollo de *stablecoins* globales denominadas en dicha moneda. Una adopción amplia de estos instrumentos podría intensificar procesos de sustitución de monedas nacionales, aumentar los flujos financieros internacionales y amplificar la transmisión transfronteriza de la política monetaria estadounidense y, de forma más general, de perturbaciones entre jurisdicciones. En este contexto, la existencia de esquemas de emisión múltiple²⁸ sujetos a marcos regulatorios heterogéneos podría concentrar tensiones en algunas jurisdicciones y dificultar una gestión ordenada de estos episodios, aumentando así la probabilidad de efectos sistémicos.

El avance limitado y desigual en la regulación internacional de las *stablecoins*, así como en la cooperación y coordinación entre jurisdicciones, sigue constituyendo una fuente adicional de vulnerabilidad, en particular en el ámbito transfronterizo. La fragmentación regulatoria podría favorecer el arbitraje regulatorio y limitar la eficacia de las medidas destinadas a mitigar los riesgos asociados a su expansión.

Riesgos climáticos

Los riesgos físicos y de transición asociados al cambio climático continúan siendo relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera. Continúa acumulándose evidencia del impacto económico de la materialización de estos riesgos. En el ámbito nacional, el análisis de los episodios de lluvias extremas asociados a la DANA²⁹ en España documenta los efectos de este tipo de perturbaciones, en particular a través de la actividad y la calidad crediticias. En el ámbito europeo, trabajos recientes del Banco Central Europeo³⁰ que integran riesgos físicos agudos, como las inundaciones, y riesgos de transición en ejercicios de estrés muestran que ambos tipos de riesgo pueden afectar a los resultados y al capital de las

27 Según la definición del FSB, una *global stablecoin* es una *stablecoin* con alcance y uso existente o potencial en múltiples jurisdicciones y que podría llegar a ser sistémicamente importante en y a través de una o varias jurisdicciones, incluyendo como medio de pago y/o como depósito de valor.

28 Aquellos en los que un mismo criptoactivo es emitido por parte de la misma entidad o de entidades afiliadas (es decir, co-emisores) que operan en diferentes jurisdicciones (véase *FSB Thematic Review*). Para que estos esquemas adquieran significado, cada token debe ser fungible con los demás dentro del esquema, de modo que, en principio, no es posible determinar qué emisor o bajo qué jurisdicción ha sido emitido un token concreto. En este sentido, cada emisor puede tener que hacer frente al reembolso de todos los tokens emitidos, aunque solo mantenga reservas por una parte del stock.

29 Banco de España (2024): *Los riesgos financieros asociados a episodios de lluvias extremas: el caso de la DANA*, Revista de Estabilidad Financiera, núm. 25.

30 Véase *European Central Bank (2025): Integrating climate risk into the 2025 EU-wide stress test: the effects of climate risks for firms*, *Macroprudential Bulletin*, núm. 32.

entidades mediante daños directos, interrupciones de la actividad y efectos macroeconómicos de segunda ronda³¹.

En este contexto, es necesario mantener la cooperación internacional en materia de políticas climáticas. De lo contrario, podrían aumentar los costes asociados y la incertidumbre económica-financiera a medio y largo plazo y dificultar una respuesta ordenada frente a este tipo de riesgos. En particular, es necesario sostener los esfuerzos coordinados para obtener mejores datos, de forma eficiente y sin generar una complejidad de reporte indebida para empresas y otros agentes, y para desarrollar metodologías que nos permitan comprender y modelizar mejor el comportamiento a medio y largo plazo de los agentes ante estos retos, de forma que se puedan diseñar e implementar políticas de transición eficientes.

31 Los riesgos físicos derivados del aumento en la frecuencia e intensidad de los fenómenos meteorológicos extremos pueden afectar a la actividad económica y a la solvencia de hogares y empresas, así como al valor de los activos y a la cobertura aseguradora. Por su parte, los riesgos de transición vinculados a cambios regulatorios, tecnológicos y de preferencias de los consumidores pueden dar lugar a pérdidas de valoración y a una reasignación gradual, aunque potencialmente desordenada, de los flujos financieros, en particular en los sectores con mayores emisiones de CO₂.