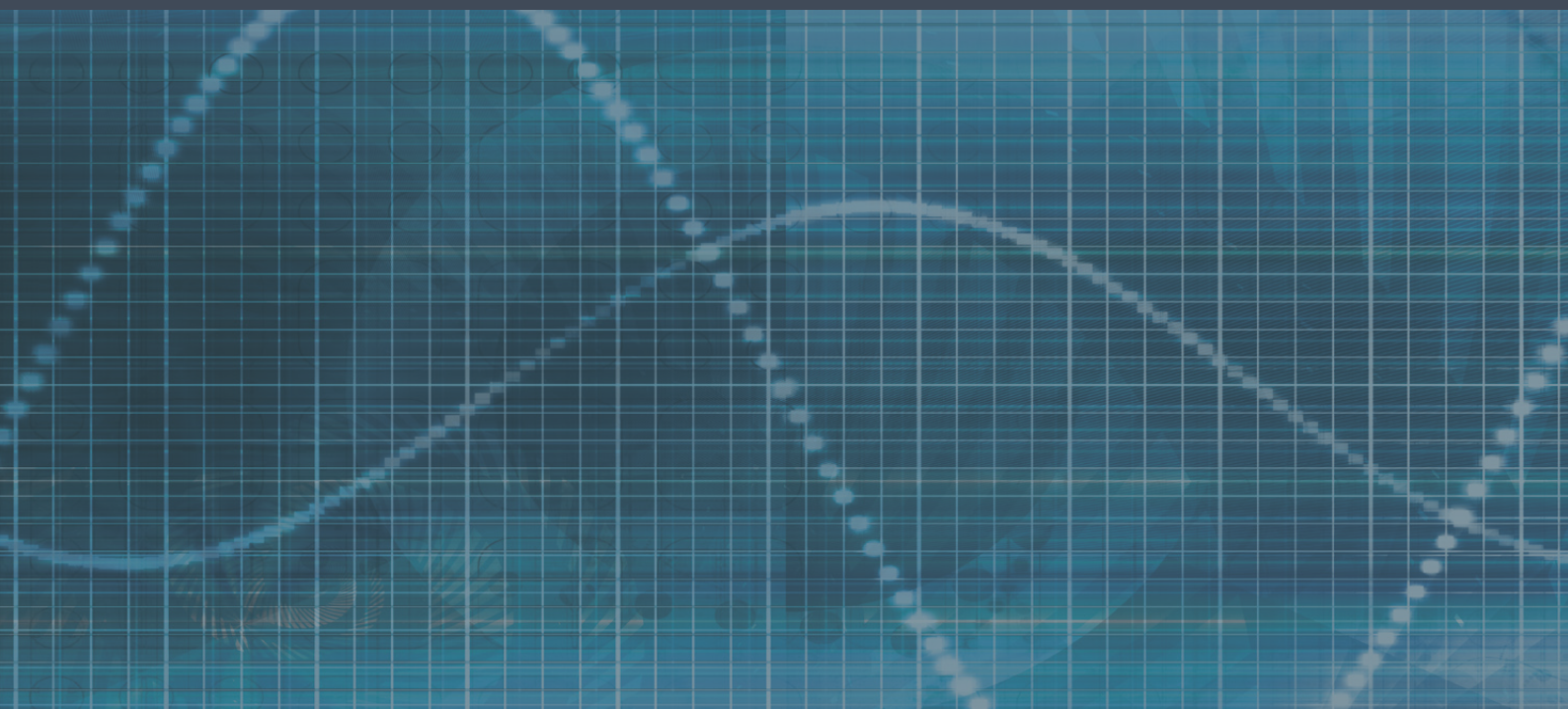


INFORME ANUAL

2025

AMCESFI | Autoridad Macropudencial
Consejo de Estabilidad Financiera



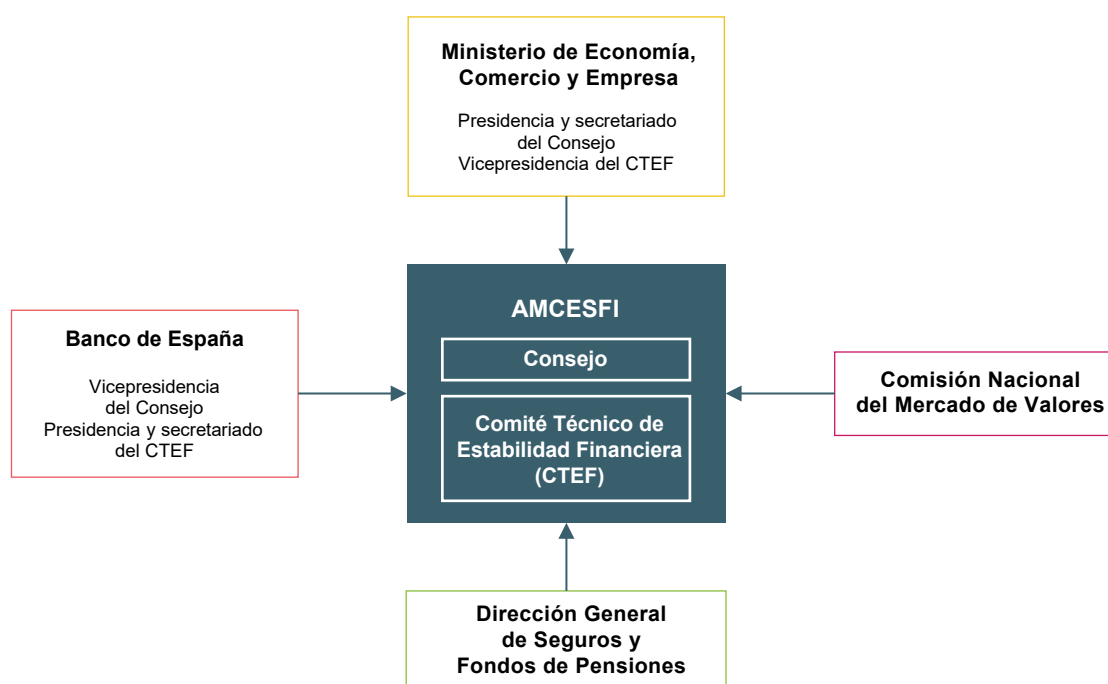
Sobre la AMCESFI

La AMCESFI es la autoridad macroprudencial del sistema financiero español. Creada en 2019, la AMCESFI tiene como objetivo contribuir a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante la identificación, prevención y mitigación de aquellas circunstancias o acciones que pudieran originar un riesgo sistémico. Para ello, la AMCESFI tiene la facultad de emitir opiniones, alertas o recomendaciones sobre cuestiones que puedan afectar a la estabilidad financiera.

La AMCESFI se configura como un órgano colegiado con independencia funcional, adscrito al titular del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, en el que también participan representantes de las tres autoridades nacionales con responsabilidades sectoriales de regulación y supervisión prudencial del sistema financiero español: el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

La AMCESFI se compone de dos estructuras permanentes: un Consejo y un Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF). Por su naturaleza, la AMCESFI no está dotada de recursos humanos, materiales o financieros propios, y sustenta su actividad en el apoyo que recibe de sus instituciones miembros.

Figura 1 Estructura de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI)



FUENTE: AMCESFI.

El presente *Informe Anual* se publica en cumplimiento de la obligación de rendición de cuentas estipulada en el artículo 19 del [Real Decreto 102/2019](#), de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a herramientas macroprudenciales.

Para más información sobre la AMCESFI, véase el sitio web www.amcesfi.es.

Índice

Sobre la AMCESFI 2

Carta de presentación del vicepresidente primero del Gobierno y ministro de Economía, Comercio y Empresa 5

1 Actividades de la AMCESFI en 2025 8

Recuadro 1.A Un primer análisis sobre las implicaciones para la estabilidad financiera del uso de inteligencia artificial en el sistema financiero español 13

2 Entorno macrofinanciero 17

2.1 Principales macromagnitudes 17

2.2 Mercados monetarios y bancos centrales 20

Recuadro 2.A El aumento del riesgo geopolítico 25

3 Evolución sectorial del sistema financiero y política macroprudencial 28

3.1 Sector bancario y política macroprudencial 28

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas 40

3.3 Intermediación financiera no bancaria 46

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones 53

Recuadro 3.A Emisiones de deuda del sector bancario en España y en el conjunto del área del euro: estructura de inversores y costes de financiación 62

Recuadro 3.B Un año de MiCA, la regulación europea sobre criptoactivos 66

4 Interconexiones en el sistema financiero 68

5 Recomendaciones y avisos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI 74

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos 79

Anejo 2 Recomendaciones de la Junta Europea del Riesgo Sistémico de relevancia para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España 94

Anejo 3 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI 95

Glosario 98

Carta de presentación del vicepresidente primero del Gobierno y ministro de Economía, Comercio y Empresa



Carlos Cuerpo,
presidente del Consejo
de la AMCESFI.

Estimado lector:

Es un honor presentar el *Informe Anual 2025* de la Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que recoge las principales actividades desarrolladas por esta institución durante el ejercicio y ofrece un análisis detallado de la situación del sistema financiero español.

El año 2025 ha estado marcado por un entorno internacional de elevada incertidumbre, en el que han convergido varios factores de gran relevancia con implicaciones directas para la estabilidad financiera global y nacional. En el plano comercial, el anuncio el 2 de abril de 2025 de aranceles generalizados por parte de la Administración estadounidense representó un cambio significativo respecto al marco comercial multilateral vigente en las últimas décadas. La escalada arancelaria generó una volatilidad considerable en los mercados financieros internacionales y elevó la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento mundial, en un entorno donde la fragmentación geoeconómica se ha consolidado como un riesgo relevante para el sistema financiero.

A estos efectos se han sumado, en los primeros meses de 2026, las consecuencias de la escalada bélica en Oriente Medio. El cierre del estrecho de Ormuz ha generado el mayor *shock* de oferta energética registrado en décadas, elevando significativamente el precio de los hidrocarburos, en particular el petróleo, relanzando las presiones inflacionistas. En este contexto, los bancos centrales de las principales economías han pausado el ciclo de recortes de tipos que habían iniciado en 2024 y han reabierto el debate sobre posibles subidas adicionales, lo que representa un endurecimiento no anticipado de las condiciones financieras que añade presión sobre hogares, empresas y gobiernos.

Pese a este entorno adverso, la economía española ha continuado mostrando una notable fortaleza. En 2025 volvió a crecer por encima de la media de la zona del euro, apoyándose en el dinamismo del mercado laboral —con nuevos máximos históricos de afiliación a la Seguridad Social—, la solidez del sector exterior y la inversión impulsada por los fondos del Plan de Recuperación. El sistema financiero ha acompañado este ciclo positivo: la banca española ha mantenido

sólidos niveles de rentabilidad, solvencia y calidad crediticia, la prima de riesgo soberana se ha situado en mínimos desde 2009 y las tres grandes agencias de calificación han elevado el *rating* de la deuda española al nivel A por primera vez en más de una década. No obstante, el horizonte no está exento de riesgos que exigen su continua monitorización.

La inteligencia artificial (IA) y la ciberseguridad se configuran como una de las principales áreas de atención para la estabilidad financiera en los próximos años. La creciente penetración de la IA en los servicios financieros ofrece oportunidades reales para mejorar la eficiencia y la gestión del riesgo, pero también introduce nuevas vulnerabilidades. Una mayor interconexión digital del sistema financiero puede actuar como amplificador de *shocks* operacionales, y la concentración en un número reducido de proveedores tecnológicos genera riesgos de contagio difíciles de acotar con los instrumentos supervisores tradicionales. Consciente de estos desafíos, la AMCESFI puso en marcha en 2024 un Subcomité de Inteligencia Artificial que, a lo largo de 2025, ha continuado su análisis sobre el uso de la IA en el sistema financiero español. Hasta la fecha, los trabajos apuntan a una adopción prudente y progresiva por parte del sector, centrada en la mejora de la eficiencia operativa, pero también señalan riesgos incipientes en materia de ciberseguridad, explicabilidad de modelos y dependencia de terceros que requerirán un seguimiento continuado.

El sector de la intermediación financiera no bancaria representa otro foco de vulnerabilidad sistémica que este Informe aborda con detenimiento. Su crecimiento acelerado en los últimos años, acompañado de niveles de apalancamiento elevados y de una interconexión creciente con el sistema bancario, genera riesgos de contagio que resultan difíciles de detectar y contener mediante los instrumentos macroprudenciales convencionales, concebidos principalmente para el ámbito bancario. Dentro de este perímetro, el crédito privado merece una atención particular: su rápida expansión como alternativa a la financiación bancaria tradicional ha ido acompañada de una falta de información detallada en la valoración de activos y en la exposición real de los distintos participantes, lo que dificulta una evaluación completa de los riesgos que concentra y de los canales a través de los cuales podría transmitir tensiones al conjunto del sistema financiero.

En el plano climático, la AMCESFI ha publicado en 2025 su segundo *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero*, en cumplimiento del mandato establecido en la Ley de Cambio Climático y Transición Energética. Este segundo informe incorpora nuevas fuentes de datos, entre ellas el grado de alineamiento de los emisores españoles con los compromisos del Acuerdo de París y la información divulgada por las entidades de crédito en sus informes de Pilar 3, y presta una atención específica a los efectos de la DANA de octubre de 2024. Sus consecuencias sobre el sector asegurador y sobre el Consorcio de Compensación de Seguros, que actuó como red de seguridad fundamental, se han desarrollado a lo largo de 2025 y ofrecen una ilustración elocuente de cómo los fenómenos climáticos extremos pueden generar riesgos para la estabilidad financiera de forma inmediata y con alcance sistémico.

En el plano normativo, en 2025 han continuado los avances en los ámbitos europeo y nacional. En Europa, la Comisión presentó la estrategia para la Unión de Ahorros e Inversiones, para reducir la fragmentación financiera europea y canalizar el ahorro hacia la inversión productiva. Entre las medidas de la estrategia, se ha presentado la propuesta sobre el Paquete de Integración e Infraestructuras de Mercados y Supervisión, así como la reforma del marco de titulizaciones, una de las prioridades para las instituciones europeas y para España. Asimismo, 2025 fue el primer año de plena aplicación del Reglamento sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA), que exige a las entidades financieras marcos robustos de gestión del riesgo tecnológico y de los proveedores externos. En el ámbito nacional, se está trabajando en el anteproyecto de Ley de Digitalización y Modernización del Sector Financiero, que transpone al ordenamiento español normativa clave como MiCA y DORA y moderniza el régimen del *sandbox* financiero, y en la regulación de una cuenta de ahorro e inversión dirigida a todos los Estados miembros, entre otros proyectos que contribuyen a que la estabilidad financiera sea un eje transversal de la nueva arquitectura regulatoria.

La AMCESFI seguirá desempeñando su papel como foro de coordinación imprescindible entre el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. En un contexto internacional tan complejo e incierto como el que atravesamos, en el que los riesgos geopolíticos, comerciales, tecnológicos y climáticos se superponen y se amplifican mutuamente, la coordinación institucional no es solo una virtud: es una necesidad. Esta institución está comprometida con seguir siendo un instrumento eficaz al servicio de la estabilidad del sistema financiero español y, con ello, del crecimiento sostenido y del bienestar de los ciudadanos.

1 Actividades de la AMCESFI en 2025

El Consejo y el Comité Técnico de Estabilidad Financiera (CTEF) mantuvieron un total de siete reuniones en 2025 para abordar el complejo entorno internacional en el que se desenvuelve el sistema financiero y la economía española, así como otros asuntos de su competencia. El elevado nivel de incertidumbre en el contexto geopolítico y macrofinanciero mundial vino impulsado, en parte, por las políticas adoptadas por la Administración entrante en Estados Unidos —en particular, en el ámbito comercial—, así como por la continuación de conflictos bélicos desestabilizadores en Ucrania y en Oriente Medio. En este entorno, la AMCESFI dedicó su atención, fundamentalmente, a analizar:

- i) los principales riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero español;
- ii) la evolución de la actividad de los sectores que lo conforman;
- iii) las publicaciones regulares de la AMCESFI, como son el *Informe Anual* y el *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero*;
- iv) el seguimiento del impacto de la DANA de octubre de 2024 sobre el sector asegurador de nuestro país, y
- v) el impacto de la inteligencia artificial (IA) en el sistema financiero español.

Un hito de 2025 fue la publicación del segundo informe bienal de la AMCESFI sobre riesgos del cambio climático para el sistema financiero español. Tras la primera edición, de 2023, la AMCESFI realizó un nuevo análisis conjunto de los riesgos físicos y de transición que afectan al sistema financiero de nuestro país, a partir de nuevas fuentes de datos e incorporando trabajos de reciente desarrollo de cada una de las autoridades miembros. En concreto, el informe analizó por primera vez datos declarados por los emisores de valores españoles en relación con el grado de alineamiento con los compromisos del Acuerdo de París, y también datos divulgados por las entidades de crédito en sus informes de Pilar 3. Un foco de atención del informe fue la DANA de 2024, cuyo carácter extraordinario y singular ha supuesto un desafío para el sector asegurador y ha puesto de relieve el papel fundamental de respaldo del Consorcio de Compensación de Seguros.

Como parte de sus tareas regulares, la AMCESFI también publicó en 2025 tres opiniones consultivas sobre propuestas de medidas macroprudenciales planteadas desde el Banco de España. En cumplimiento del artículo 11 del Real Decreto 102/2019, la AMCESFI emitió opiniones, favorables en todos los casos, sobre las siguientes medidas:

- i) El incremento en octubre de 2025 del porcentaje del colchón de capital anticíclico (CCA), desde el 0,5 % hasta el 1 % de los activos ponderados por riesgo (APR) ubicados en España, para fomentar la resiliencia general del sector bancario en un entorno de riesgo estándar (véase la sección 3.1).
- ii) La identificación, a nivel nacional, de las «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS) y la fijación de los colchones de capital asociados, a efectos del ejercicio de 2026. Cabe destacar que el colchón de BBVA se redujo del 1 % al 0,75 %, en aplicación del marco predefinido del Banco de España para la fijación de colchones para OEIS, como consecuencia de su menor importancia sistémica respecto al año anterior.
- iii) La introducción, a instancias de una recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), de una medida macroprudencial recíproca respecto a otra previamente adoptada en Noruega —consistente en un colchón contra riesgos sistémicos (CRS) del 4,5 % aplicable a todas las exposiciones ubicadas en Noruega— sobre una entidad española (Santander) con negocio en ese país.

Asimismo, el CTEF de la AMCESFI fue informado anticipadamente sobre otras medidas trimestrales del CCA (de mantenimiento en el 0,5 % en los tres primeros trimestres del año), así como de la designación, un año más, de Banco Santander como «entidad de importancia sistémica mundial» (EISM) y la fijación del colchón de capital asociado para 2027.

Por su parte, en el ejercicio 2025, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) no transmitieron a la AMCESFI ninguna propuesta de actuación macroprudencial.

La AMCESFI ha seguido desempeñando un papel clave como plataforma para la coordinación de asuntos interinstitucionales relacionados con la JERS. Desde su creación, en el seno de la AMCESFI se han articulado estrechas relaciones de trabajo a nivel técnico entre las autoridades miembros, a partir de las cuales se coordinan y preparan las reuniones del Consejo y del CTEF, así como de sus subcomités. La configuración de la AMCESFI se ha demostrado propicia para la coordinación entre el Banco de España, la CNMV y la DGSFP dentro de la JERS —por ejemplo, con ocasión de peticiones de información para la evaluación del cumplimiento de recomendaciones emitidas por la JERS a las autoridades nacionales (véase capítulo 5)— y para la interlocución con otros organismos (como el Fondo Monetario Internacional).

La compartición de documentos sobre estabilidad financiera y política macroprudencial es otra de las actividades de la AMCESFI más apreciadas por las instituciones miembros. El CTEF fue regularmente informado sobre los Informes de Estabilidad Financiera y las Revistas de Estabilidad Financiera del

Cuadro 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2025

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el Consejo
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Ministro	Carlos Cuerpo Caballero	Presidente
Banco de España	Gobernador	José Luis Escrivá Belmonte	Vicepresidente
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Presidente	Carlos San Basilio Pardo	Miembro
Banco de España	Subgobernadora	Soledad Núñez Ramos	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Paloma Marín Bona	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretario de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa	Israel Arroyo Martínez	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	José Antonio Fernández de Pinto	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretaría general del Tesoro y Financiación Internacional	Paula Conthe Calvo	Secretaria

FUENTE: AMCESFI.

Banco de España, así como de las Notas de Estabilidad Financiera de la CNMV, entre otros recursos analíticos y documentales¹. El Banco de España también puso a disposición de las autoridades miembros de la AMCESFI su informe anual de pruebas de resistencia a las entidades de depósito españolas bajo su supervisión directa, que remitió a las Cortes Generales en el mes de diciembre de 2025.

En 2025, los órganos de la AMCESFI adoptaron medidas para reforzar los trabajos de sus dos subcomités. Por una parte, se decidió renombrar el Subcomité de Interconexiones, de naturaleza indefinida, y llamarlo Subcomité de Interconexiones y Pruebas de Resistencia —además de ajustar su mandato en consonancia—, para extender su ámbito de actuación al desarrollo metodológico y la realización de ejercicios de pruebas de resistencia sistémicas (*system-wide stress tests*) que abarquen el sistema financiero en su conjunto, de manera que se puedan tener en cuenta las interconexiones que existen entre sectores. Se trata de una línea de trabajo que ya han empezado a desarrollar autoridades macroprudenciales de nuestro entorno, como las de Francia o el Reino Unido.

Asimismo, se acordó prolongar un año —hasta finales de 2026— los trabajos del Subcomité de Inteligencia Artificial. Con este cambio, el Subcomité dispone de un año más para analizar las implicaciones para la estabilidad financiera del creciente grado de penetración de la IA en distintos ámbitos de la actividad financiera, a partir de datos recabados *ad hoc* de una muestra de entidades españolas (para más detalles, véase el [recuadro 1.A](#)).

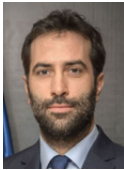
¹ El anejo 3 contiene una relación detallada de las principales publicaciones de las instituciones miembros de la AMCESFI durante los últimos doce meses.

Cuadro 1.2 Composición del CTEF de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2025

Organismo	Cargo	Nombre	Posición en el CTEF
Banco de España	Subgobernadora	Soledad Núñez Ramos	Presidenta
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Secretaria general del Tesoro y Financiación Internacional	Paula Conthe Calvo	Vicepresidenta
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Vicepresidenta	Paloma Marín Bona	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Directora general del Tesoro y Política Financiera	Carla Díaz Álvarez de Toledo	Miembro
Ministerio de Economía, Comercio y Empresa	Director general de Seguros y Fondos de Pensiones	José Antonio Fernández de Pinto	Miembro
Banco de España	Director general de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución	Daniel Pérez Cid	Miembro y secretario
Banco de España	Directora general de Supervisión	Mercedes Olano Librán	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	Víctor Rodríguez Quejido	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Mercados	Ángel Benito Benito	Miembro
Comisión Nacional del Mercado de Valores	Director general de Entidades	José María Marcos Bermejo	Miembro

FUENTE: AMCESFI.

Esquema 1.1 Composición del Consejo de la AMCESFI a 31 de diciembre de 2025



Carlos
Cuerpo Caballero
(presidente)



José Luis
Escrivá Belmonte
(vicepresidente)



Paula
Conthe Calvo
(secretaria)



Carlos
San Basilio Pardo
(miembro)



Soledad
Núñez Ramos
(miembro)



Paloma
Marín Bona
(miembro)



Israel
Arroyo Martínez
(miembro)



José Antonio
Fernández
de Pinto
(miembro)

FUENTE: AMCESFI.

En el ámbito de la gobernanza de la AMCESFI, en 2025 no se produjo ningún cambio en la membresía del Consejo o del CTEF. Como se estipula en el Real Decreto 102/2019, todos los integrantes de los órganos de la AMCESFI son miembros natos por razón del cargo que desempeñan en la institución a la que pertenecen (véase esquema 1.1). En 2025 no se produjo ningún nombramiento en el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, el Banco de España, la CNMV o la DGSFP con consecuencias para la AMCESFI.

Como es preceptivo, en 2025 la AMCESFI preparó su *Informe Anual correspondiente a 2024*. Se publicó el 17 de julio de 2025 y está disponible, junto con su versión traducida al inglés, en el sitio web de la AMCESFI (www.amcesfi.es), donde también están accesibles los informes de años anteriores.

Recuadro 1.A Un primer análisis sobre las implicaciones para la estabilidad financiera del uso de inteligencia artificial en el sistema financiero español

La creciente implantación de la inteligencia artificial (IA) en el sistema financiero abre la puerta a nuevas oportunidades, pero puede llevar igualmente aparejada la aparición de nuevos riesgos, que deben ser identificados y vigilados. Esto ha llevado a la AMCESFI a estudiar su alcance en España a través del Subcomité de Inteligencia Artificial. Esta creciente penetración contribuye a mejorar la eficiencia y los servicios ofrecidos, pero también podría introducir o amplificar riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad del sistema, si no se gestionan adecuadamente. Por ello, su monitorización se ha convertido en una prioridad para supervisores y reguladores. En este contexto, el subcomité de IA trabajó durante 2025 en i) recabar información sobre el uso y grado de penetración de la IA en el sistema financiero español; ii) analizar las interdependencias entre sectores e identificar riesgos comunes, y iii) conocer los trabajos y discusiones sobre IA en foros internacionales.

Para profundizar en este análisis, el Subcomité ha remitido una encuesta voluntaria y anónima a una muestra representativa de entidades del sistema financiero español por volumen de activos y tipología de

entidad, incluyendo compañías de seguros, bancos, empresas de servicios de inversión, cooperativas de crédito, tasadoras, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, infraestructuras de mercado y entidades de dinero electrónico. El ejercicio, que analiza datos de julio de 2025, presenta limitaciones inherentes a la rápida evolución tecnológica de la IA, lo que obliga a interpretar los resultados con cautela y a actualizar continuamente los análisis. Adicionalmente, no existe consenso internacional sobre la definición operativa de esta tecnología¹ ni indicadores estandarizados para medir de forma homogénea la adopción de la IA o los riesgos derivados, lo que dificulta la comparabilidad entre jurisdicciones y estudios sectoriales.

Hallazgos de la encuesta sobre el uso de la IA en el sistema financiero español

Las entidades han apostado por una estrategia de incorporación de la IA prudente y progresiva, centrada en identificar oportunidades y ampliar su uso gradualmente, y han priorizado la mejora interna sobre la innovación disruptiva. La estrategia de cara al futuro

¹ En el marco de este trabajo, se ha distinguido entre i) IA limitada, que incluye técnicas y modelos que son más tradicionales y específicos en su aplicación (por ejemplo, árboles de decisión, *random forest* o *boosting*; no se incluyen las tradicionales regresiones logísticas), y ii) IA avanzada, que abarca tecnologías más recientes y sofisticadas, con capacidades más amplias y versátiles (por ejemplo, redes neuronales, IA generativa o agentes inteligentes). Estas categorías, utilizadas en este trabajo con fines exclusivamente analíticos, se alinean con la definición de «sistema de inteligencia artificial» propuesta por la Comisión Europea. Esta referencia permite clarificar el perímetro de las tecnologías consideradas como IA, diferenciándolas de otros sistemas de automatización o modelos estadísticos tradicionales, y contribuye a homogeneizar la interpretación de los resultados y a mejorar la coherencia y comparabilidad del análisis, en un contexto de rápida evolución tecnológica y ausencia de definiciones operativas ampliamente consensuadas.

Recuadro 1.A Un primer análisis sobre las implicaciones para la estabilidad financiera del uso de inteligencia artificial en el sistema financiero español (cont.)

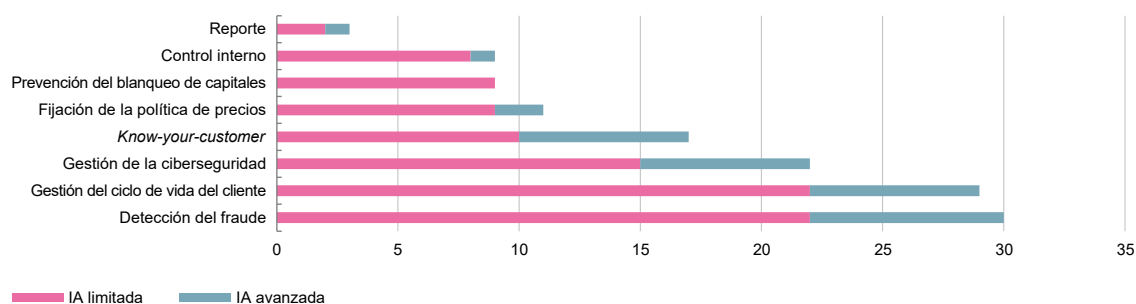
parece más diversa: una proporción significativa de las entidades encuestadas aspiran a liderar la adopción de la IA; un grupo también relevante opta por observar y avanzar de forma progresiva, y una minoría no la considera prioritaria a corto plazo, si bien, incluso en este caso, se prevé aumentar la inversión en talento, desarrollo interno y proveedores externos. Entre los principales beneficios percibidos destacan la mejora de la eficiencia operativa y de la experiencia del cliente. Las entidades están creando estructuras de gobernanza y uso ético, que se unen a los mecanismos de control de los proveedores del ecosistema de IA, cuyo uso está ampliamente extendido. Predomina un modelo híbrido de desarrollo que combina capacidades internas y externas.

Respecto a las aplicaciones más extendidas, la encuesta confirma que la IA limitada está más extendida que la IA avanzada. En ambos casos, los principales usos identificados están relacionados con detección de fraude, gestión del ciclo de vida del cliente,

gestión de la ciberseguridad y, en menor medida, fijación de precios (véase gráfico 1.A.1). Poniendo el foco en los casos de uso por sectores, en los seguros, se centran en la gestión de siniestros, venta y distribución; en los mercados, en la optimización de órdenes para una mejor ejecución, así como en el diseño de estrategias de inversión, y, en las entidades de crédito, en la gestión del riesgo de crédito.

En cuanto a los riesgos de la IA identificados en la encuesta con impacto potencialmente alto en el negocio, destacan los relativos a la ciberseguridad, la privacidad de los datos, la falta de explicabilidad de los modelos, el posible sesgo de los datos, la incertidumbre regulatoria y la escasez de perfiles cualificados. Todas las entidades indican que gestionan los riesgos que identifican implementando medidas mitigadoras. Por otra parte, las entidades asociaron en general la concentración y dependencia de terceros, y el riesgo geopolítico con un impacto medio, si bien, señalan que están

Gráfico 1.A.1 Distribución de los casos de uso más comunes del sector financiero, por tipología



FUENTE: Encuesta realizada al sector financiero español por el Subcomité de Inteligencia Artificial de AMCESFI.

Recuadro 1.A Un primer análisis sobre las implicaciones para la estabilidad financiera del uso de inteligencia artificial en el sistema financiero español (cont.)

reforzando sus marcos de gestión de riesgos de terceros, alineándolos con la normativa UE sobre resiliencia operativa digital del sector financiero².

En resumen, el panorama que se presenta del uso de la IA en el sistema financiero español refleja cautela estratégica y foco prioritario en la eficiencia operativa, excepto en algunos participantes, que aspiran a liderar la implantación de la IA en el sector. Las entidades manifiestan que son conscientes de los principales riesgos asociados a la IA y han desplegado controles para mitigarlos, manteniendo la supervisión humana en las decisiones relevantes. Este contexto evolucionará con cierta celeridad, impulsado por la rápida evolución tecnológica de la IA y los planes futuros de implantación en el sector.

Próximos trabajos sobre posibles impactos futuros en la estabilidad financiera

En 2026, el Subcomité continúa explorando nuevos riesgos o riesgos que se acrecientan. Algunos de los factores preliminares identificados serían los siguientes:

En primer lugar, la implantación generalizada de conjuntos de datos y modelos similares en una parte significativa del sistema financiero

puede dar lugar a riesgos de naturaleza sistémica. Por una parte, la uniformidad algorítmica puede derivar en dinámicas colectivas no deseadas, configurando un fenómeno de «rebaño algorítmico» en el que múltiples entidades adoptan estrategias análogas de forma simultánea, en detrimento de la diversidad estratégica necesaria para la estabilidad del sistema financiero. Asimismo, esta homogeneidad incrementa la probabilidad de errores o sesgos compartidos, amplificando los mecanismos de contagio. En este contexto, un funcionamiento erróneo de modelos de IA podría aumentar de forma significativa la vulnerabilidad del sistema, especialmente cuando su comportamiento es difícil de anticipar en situaciones tensionadas, que son precisamente las más críticas para la estabilidad financiera. El uso generalizado de sistemas de IA también puede exacerbar estos riesgos al facilitar la propagación de prácticas de manipulación de los mercados, por ejemplo, mediante la generación de contenidos audiovisuales falsos pero verosímiles a través de IA generativa.

Asimismo, la creciente adopción de modelos de IA incrementa la vulnerabilidad frente a ciberataques y fraudes que pueden comprometer los propios datos y modelos. Además, diversos análisis han alertado recientemente sobre los riesgos que modelos de IA³ pueden plantear para la estabilidad del sistema financiero, al

² Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA).

³ Según estos modelos, se habrían identificado casos en los que se acumulan miles de vulnerabilidades de severidad alta y crítica, muchas de las cuales habrían permanecido sin corregir durante largos períodos. Puede verse Banco de España. (2026). “Recuadro 5.3. Implicaciones para la estabilidad financiera de la disrupción tecnológica en el ámbito de la ciberseguridad”. En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*. Primavera 2026.

Recuadro 1.A Un primer análisis sobre las implicaciones para la estabilidad financiera del uso de inteligencia artificial en el sistema financiero español (cont.)

incorporar capacidades tanto defensivas como ofensivas en el ámbito cibernético. Este tipo de herramientas permite detectar y explotar vulnerabilidades de forma rápida y sencilla. Las entidades deben reforzar sus procesos de prevención, detección y respuesta de manera prioritaria, aprovechando además estas capacidades de la IA.

Adicionalmente, estos riesgos se verían amplificados por la alta concentración que hay en el ecosistema de la IA, especialmente de IA generativa y agéntica, en un número muy reducido de proveedores. Las entidades coinciden en que la dependencia y concentración de terceros intensifican los riesgos ya existentes asociados a la prestación de servicios tecnológicos, al introducir nuevas formas de interdependencia y vulnerabilidades por posibles fallos sistémicos. En esta línea, se intensifican los riesgos geopolíticos asociados a la IA derivados de la elevada dependencia de proveedores globales, la localización de datos fuera de la Unión Europea (UE) y la posibilidad de restricciones regulatorias internacionales.

La expansión de la IA suscita también interrogantes sobre su huella ambiental, la racionalidad de las valoraciones del sector y sus efectos a largo plazo sobre el empleo y la economía. El aumento del consumo de electricidad y agua para operar y refrigerar los centros de datos plantea importantes retos de sostenibilidad.

Otro aspecto se refiere al riesgo de que exista una sobrevaloración del sector de la IA y a la creciente preocupación por el aumento del apalancamiento de las grandes tecnológicas. Por último, la expansión de la IA podría provocar a largo plazo transformaciones profundas en el mercado laboral y la estructura económica, con efectos difíciles de anticipar, pero potencialmente relevantes para la estabilidad financiera.

El Subcomité de Inteligencia Artificial concluye que, en el momento actual, no se han identificado impactos relevantes sobre la estabilidad financiera de los usos de la IA declarados en el sector financiero español, aunque se acentúan los riesgos y las vulnerabilidades existentes. Los casos de uso actualmente implementados se centran en la mejora de la eficiencia interna, sin efecto directo significativo en la estabilidad financiera. Paralelamente, en todos los sectores se identifican usos con tecnologías de IA avanzadas en desarrollo o discusión. Así, los planes futuros de implantación de la IA en el sector financiero, junto con la rápida evolución de los modelos de IA, por ejemplo, en el área de la ciberseguridad, indican que **este impacto se podría intensificar con cierta velocidad.** Se evidencia así la necesidad de continuar la monitorización sobre el impacto de la adopción de la IA en la estabilidad financiera. Estas conclusiones están en línea con publicaciones a nivel internacional⁴.

⁴ Destaca Financial Stability Board. (2025). "Monitoring Adoption of Artificial Intelligence and Related Vulnerabilities in the Financial Sector".

2 Entorno macrofinanciero

2.1 Principales macromagnitudes

La economía española siguió mostrando dinamismo en 2025, con un crecimiento en volumen del PIB del 2,8%. Ha encadenado cinco años consecutivos de crecimiento y ha mostrado, de nuevo, un mayor vigor en comparación con las principales economías de la zona del euro. El crecimiento vino en 2025 por el lado de la demanda interna, que contribuyó con 3,6 puntos porcentuales (pp), tres décimas más que el año anterior; destacaron el consumo y la inversión en construcción y equipo. Por su parte, la demanda externa contribuyó de manera negativa (-0,7 pp), frente a la aportación ligeramente positiva del año anterior. El crecimiento continuó apoyándose, al igual que en 2024, en la fortaleza del mercado de trabajo, y destacó la creación de empleo.

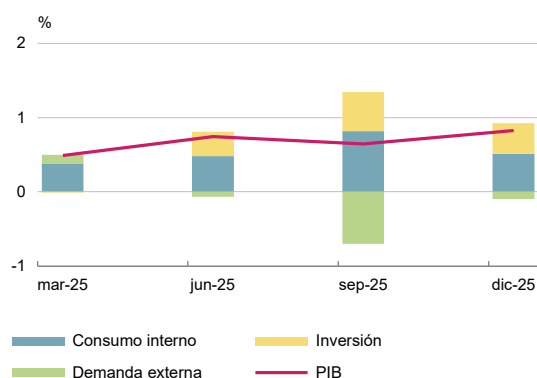
El empleo ha vuelto a situarse en máximos históricos, superando los niveles del año anterior. El año 2025 se cerró con 21,84 millones de afiliados a la Seguridad Social (21,87 en términos desestacionalizados en diciembre). Se produjo un incremento del empleo de 506.451 personas. Consecuentemente, la tasa de desempleo al cierre de 2025 cayó hasta el 9,9 % (véase gráfico A1.1 del anejo 1), la más baja desde 2008.

En el entorno europeo, cabe destacar la mejora todavía moderada de la economía de la eurozona y la consolidación del giro de la política monetaria hacia una posición menos restrictiva. En 2025, el PIB de la zona del euro creció un 1,5 %, frente al 0,9 % registrado en 2024, lo que confirma una recuperación gradual, aunque aún insuficiente para hablar de un crecimiento plenamente sólido. Este avance se apoyó sobre todo en el fortalecimiento de la demanda interna, especialmente del consumo privado, y en el buen comportamiento de los servicios, mientras que la contribución del sector exterior fue más contenida. Por otro lado, la bajada de los tipos de interés oficiales, al igual que en 2024, ha generado, en el caso de España, que el coste del crédito a hogares y empresas se haya abaratado en 2025, lo que explica tanto el incremento de la concesión de nuevo crédito en ambos segmentos como la recuperación sostenida del saldo vivo en el caso de los hogares. La tasa de dudosidad continuó en niveles reducidos y el año finalizó con una tendencia descendente, situándose en el 2,8 % del crédito total, considerando hogares, empresas y autónomos (véase el epígrafe 3.1 para más detalle).

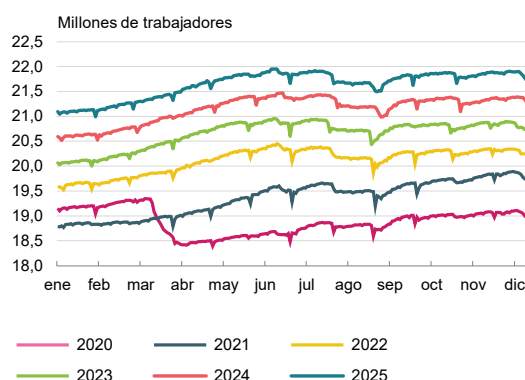
Los fundamentales internos y externos de la economía española tuvieron una evolución positiva en 2025. La capacidad de financiación de la economía española pasó del 4,3 % en 2024 al 4 % en 2025 y, aunque se redujo 3 décimas, siguió cercana a máximos no registrados desde los años sesenta. El saldo de la cuenta corriente supuso un 2,9 % del PIB (3,2 % el año anterior), fundamentado en el superávit de la balanza de servicios (destaca la mejora del superávit de

Gráfico 2.1 Principales macromagnitudes

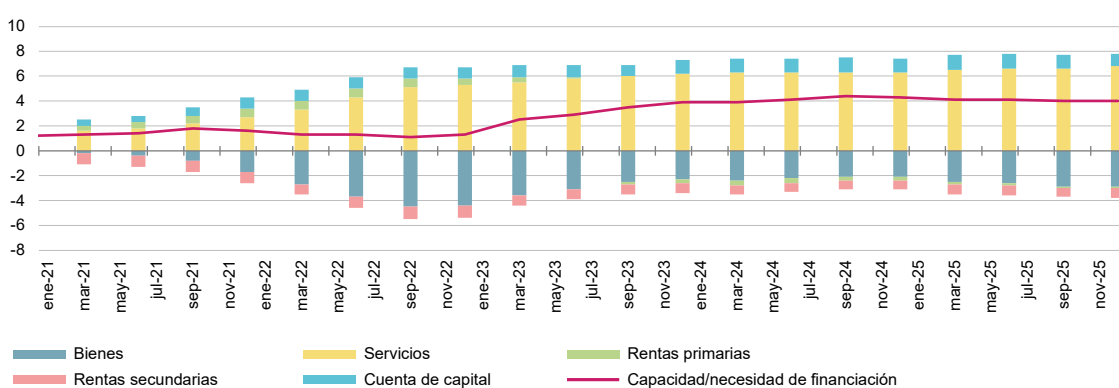
1 PIB trimestral por componentes



2 Afiliación a la Seguridad Social



3 Balanza de pagos

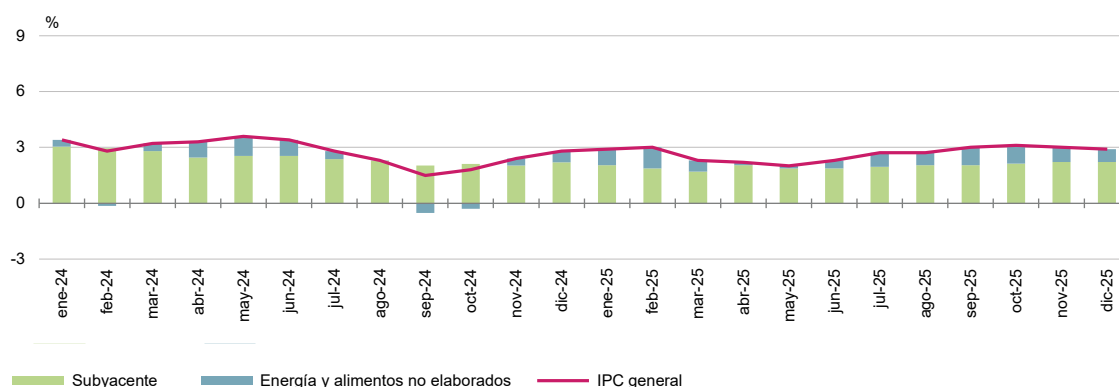


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

servicios no turísticos, que pasó del 2 % al 2,6 %, mientras que el saldo de la de servicios turísticos siguió en niveles muy elevados, del 4,2 %, frente al 4,3 % del año anterior). El saldo de la cuenta de capital alcanzó el 1 % del PIB. En el cuarto trimestre de 2025, el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta de España se situó en el -44,8 % del PIB, en línea con los niveles recientes (-44,2 % del PIB en promedio desde el primer trimestre de 2024 hasta el tercer trimestre de 2025). En cuanto a los fundamentales internos, se mantuvo el proceso de desapalancamiento, con la deuda privada cayendo al 105,4 % del PIB en 2025, frente al 107,2 % de 2024. Las ratios se redujeron hasta el 42,8 % del PIB en los hogares y el 62,6 % en las empresas, situándose ambas en mínimos de los últimos 25 años. Esta reducción se explica principalmente por el crecimiento del PIB nominal.

La economía española registró en diciembre de 2025 una inflación del 2,9 % interanual según el IPC, una décima por encima del 2,8 % de diciembre de 2024. El comportamiento de los precios fue más de persistencia que de aceleración

Gráfico 2.2 Descomposición de la variación anual de la tasa de inflación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

generalizada. La contribución de la inflación subyacente ha ido aumentando ligeramente desde el segundo trimestre, mientras que el componente energético ha ido fluctuando y ha terminado diciembre con una tasa interanual inferior a la de un año antes.

El déficit público se ha reducido desde el 3,2 % en 2024 hasta el 2,4 % en 2025 (el 2,2 % si se excluyen las ayudas de la DANA), impulsado fundamentalmente por el aumento de los ingresos en términos absolutos y relativos. Los ingresos tributarios en términos de caja han vuelto a marcar un máximo histórico (de 325.356 millones de euros, un 10,4 % más que la recaudación registrada en 2024), como consecuencia del aumento de la actividad económica. Las bases del consumo crecieron por encima del año anterior, mientras que las ligadas a las rentas se desaceleraron. Como consecuencia del elevado aumento de los ingresos tributarios, los recursos en contabilidad nacional han aumentado siete décimas respecto a 2023. Los empleos públicos en términos de PIB cerraron una décima por debajo del año anterior, pero, si se excluyen las ayudas de la DANA, se habrían reducido en tres décimas.

Esta evolución ha permitido mantener la senda de reducción de la deuda pública, que ha caído hasta el 100,7% del PIB al cierre de 2025 (véase gráfico A1.1 del anejo 1), el nivel más bajo desde 2020. La emisión neta soberana se redujo hasta los 54.775 millones de euros en 2025, 5.000 millones menos de lo previsto a principios de año, y la emisión bruta se situó en 274.017 millones, lo que supone un aumento de 14.652 millones respecto a 2024, debido al mayor volumen de amortizaciones en 2025. En 2025 se moderó el coste de emisión de la nueva deuda hasta el 2,70%, en línea con el descenso de los tipos oficiales del Banco Central Europeo (BCE) y la moderación de la inflación en la zona del euro, lo que supone una disminución de 74 puntos básicos (pb) respecto a 2023 (3,44 %) y de 46 pb frente a 2024 (3,16 %) y consolida la tendencia descendente iniciada a partir de 2023.

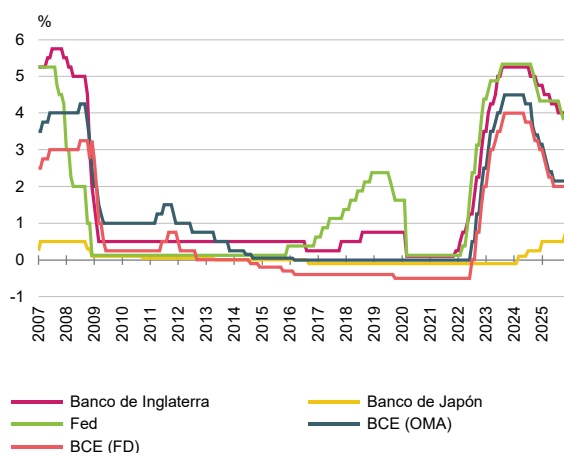
2.2 Mercados monetarios y bancos centrales

En 2025, los principales bancos centrales, a excepción del Banco de Japón, relajaron el tono restrictivo de la política monetaria hasta situarlo en terreno neutral, combinando la bajada de tipos de interés con un ajuste de composición a través de la reducción del balance. Los bancos centrales han prolongado en 2025 el cambio de ciclo monetario iniciado el año anterior, aunque han moderado progresivamente la intensidad del ajuste. Tanto la Reserva Federal (–75 pb) como el BCE (–100 pb) han reducido los tipos de interés oficiales (hasta el 3,75 % y el 2 %, respectivamente), y ambos han disminuido su balance un –3 % en términos nominales. Por su parte, el Banco de Inglaterra ha bajado los tipos de interés también –100 pb, pero aplicando una reducción de balance en 2025 del –15 %, en línea con el –13 % de 2024. El Banco de Japón, en la búsqueda de normalización de su política monetaria, ha optado por una subida del tipo de interés de referencia (+50 pb), hasta el 0,75 %, y la ha combinado con una reducción del balance del –9 %.

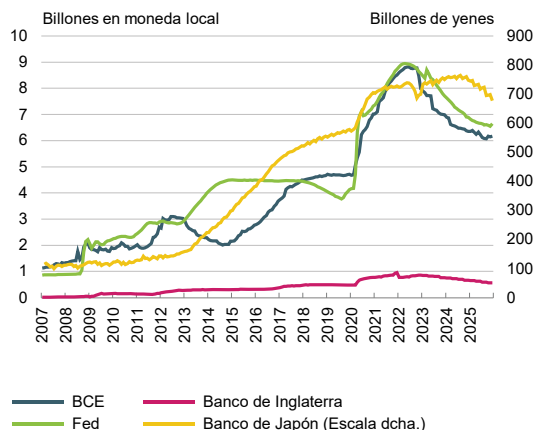
En 2025, el Eurosistema redujo los tipos de interés en 100 pb, continuando con el ciclo de bajada de tipos iniciado en junio de 2024 y concentrando todo el ajuste en el primer semestre del año. Entre enero y junio, el Consejo de Gobierno implementó cuatro bajadas de tipos, hasta situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 2 %, y en las reuniones de julio, septiembre, octubre y diciembre optó por una pausa en el ajuste. De este modo, los tipos oficiales terminaron el año en el 2 % en el caso de la facilidad de depósito, el 2,15 % en el de las operaciones principales de refinanciación y el 2,4 % en el de la facilidad de crédito.

Gráfico 2.3 Bancos centrales

1 Tipos de interés de referencia de los principales bancos centrales

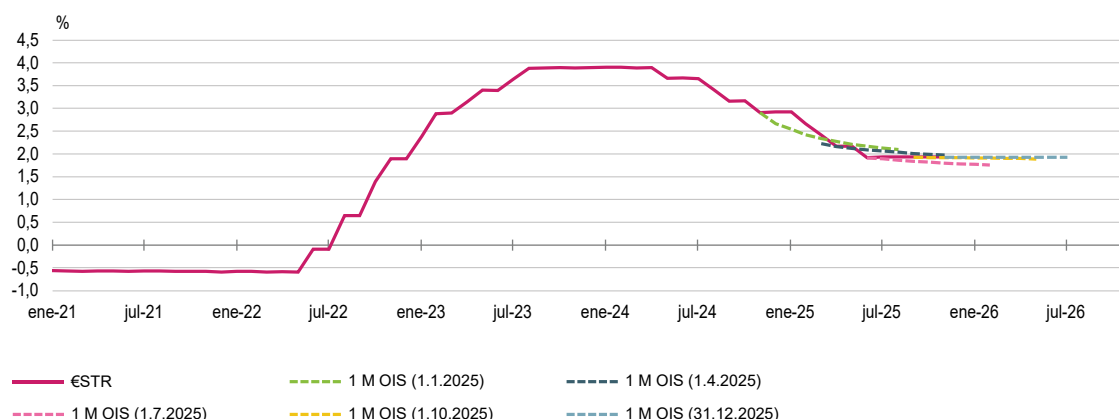


2 Tamaño del balance de los principales bancos centrales



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.
NOTA: Fed: Reserva Federal de Estados Unidos; FD: facilidad de depósito; OMA: operaciones de mercado abierto.

Gráfico 2.4 Evolución del €STR y perspectivas futuras según *forwards* a un mes de *overnight index swaps* (OIS) (a)



FUENTES: Refinitiv y elaboración propia.

a Las distintas líneas punteadas muestran los tipos futuros implícitos en un contrato de OIS sobre el €STR que cotizaban en el mercado en las fechas indicadas.

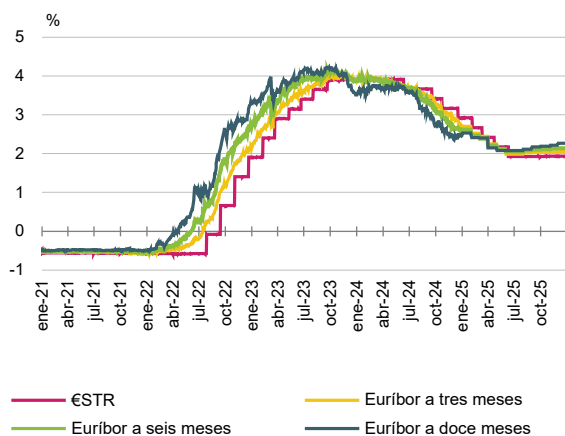
La revisión estratégica del BCE de 2025 actualizó el marco de 2021 para enfrentar un entorno de mayor volatilidad marcado por la alta inflación, los choques de oferta y las transformaciones estructurales como la de la IA. En esta actualización, el BCE reafirma su objetivo simétrico de inflación del 2 % a medio plazo y aclara que actuará con la misma contundencia ante desviaciones tanto al alza como a la baja para evitar que las expectativas se desanclen. Para gestionar la incertidumbre actual, el Consejo de Gobierno integra formalmente el análisis de escenarios en su toma de decisiones y establece una jerarquía clara de instrumentos en la que los tipos de interés recuperan su centralidad como herramienta principal y las medidas de balance quedan como opciones secundarias o de apoyo a la transmisión monetaria. Finalmente, la estrategia refuerza el compromiso con la inclusión de los costes de la vivienda en propiedad en la medición de la inflación y la integración de los riesgos climáticos en su política, con una próxima evaluación prevista para 2030.

La senda esperada de los tipos de interés oficiales del Eurosistema mostró consistencia en 2025, convergiendo hacia el entorno del 2%, con un cambio de tendencia al alza durante el último trimestre. El segmento del mercado monetario de los *swaps* en los que uno de los tramos es el tipo de interés *overnight* (el €STR en la zona del euro)² se utiliza principalmente para la cobertura de riesgos (a través de contratos *spot* y *forward*) y la especulación sobre la senda de los tipos de interés oficiales (a través de contratos *forward*). Como se observa en el gráfico 2.4, las distintas curvas *forward* muestran una clara estabilización

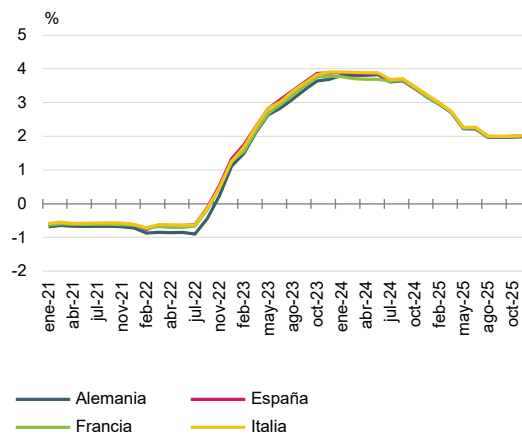
² El €STR es el tipo de interés a corto plazo del euro (*Euro short-term rate*). Se ha diseñado para reflejar el coste para los bancos de tomar fondos prestados a plazos muy cortos (*overnight*) de diferentes contrapartes sin aportar garantías. Estas contrapartes pueden ser bancos, fondos del mercado monetario, fondos de inversión o de pensiones y otros actores financieros como los bancos centrales.

Gráfico 2.5 Tipos de interés de referencia del mercado monetario

1 Tipos de interés de referencia del mercado monetario no garantizado



2 Tipos de interés de referencia del mercado monetario garantizado, por países (a)



FUENTES: Banco Central Europeo (*Money Market Statistical Reporting*) y Refinitiv.

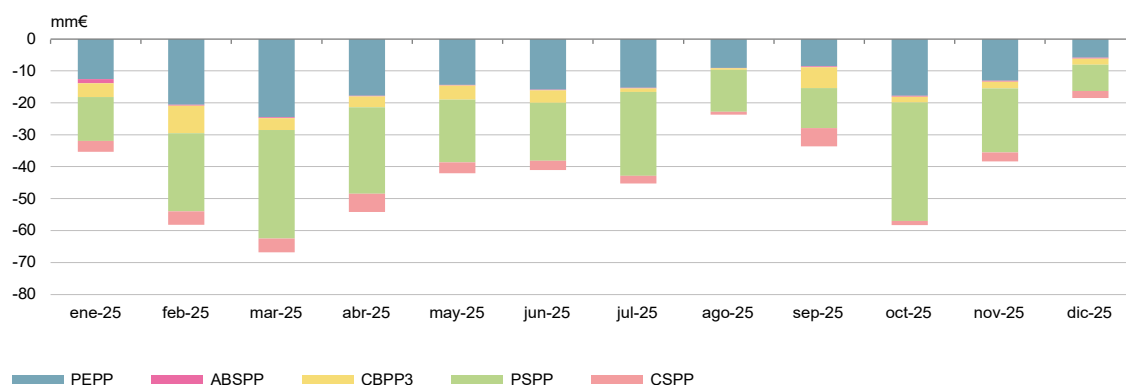
a Para operaciones *overnight*.

en los descensos de tipos de interés en 2025, con un ligero repunte en los tipos de interés descontados por los *forwards* OIS a partir de octubre. En diciembre, el mercado de futuros OIS esperaba un tipo oficial (facilidad de depósito) terminal del 2,05 %.

Los tipos de interés de los mercados monetarios registraron descensos marcados en la primera mitad de 2025, para después estabilizarse en el mercado garantizado y repuntar en el no garantizado, lo que refleja unas mayores expectativas de inflación. El tipo *overnight* (€STR), determinado en el segmento no garantizado, siguió la variación del tipo de interés asociado a la facilidad de depósito con un *spread* estable de –8 pb, debido a la composición de las operaciones que integran el cálculo del €STR y a la naturaleza de los agentes que pueden acceder a las operaciones del BCE. Los tipos euríbor a distintos plazos evolucionaron en el mismo sentido en la bajada de los tipos de referencia, pero comenzaron a divergir al alza a partir de la segunda mitad del año. Este desacoplamiento refleja un repunte en la prima de liquidez por la reducción de esta prima en el mercado tras la normalización monetaria y por un aumento de la incertidumbre geopolítica. Por otro lado, los tipos del segmento garantizado (o repo) también han transmitido el cambio de tono de la política monetaria, pero en este caso los tipos han terminado el año al nivel de la facilidad de depósito (2%), debido principalmente al exceso de demanda de activos seguros como colateral.

El BCE ha continuado con su proceso de *quantitative tightening* iniciado en 2023 y ha alcanzado una situación de normalización cuantitativa tras el reembolso íntegro de las *targeted long-term refinancing operations* (TLTRO)

Gráfico 2.6 Compras netas de activos del Eurosistema, por programa



FUENTE: Banco Central Europeo.

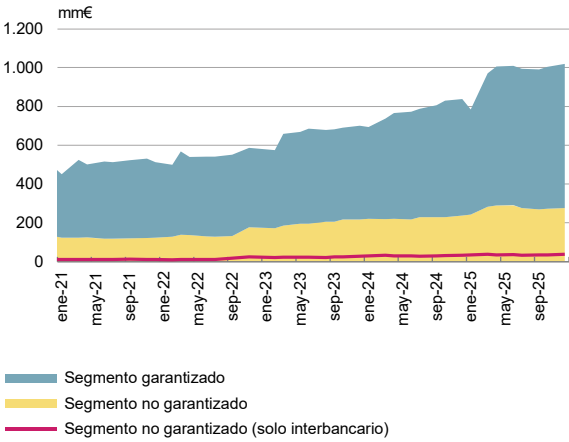
NOTA: El APP (*Asset Purchase Programme*) lo componen el PSPP (*Public Sector Purchase Programme*), el CBPP3 (*Covered Bond Purchase Programme 3*), el CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*), el ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*) y el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*).

y la reducción neta de las tenencias de los programas de recompras. Las TLTRO fueron completamente amortizadas a finales de 2024, y en 2025 se ha profundizado en la reducción de los balances de los distintos programas de recompra al no reinvertir los principales vencidos. En este sentido, en 2025 el saldo neto del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) se redujo en -175.000 millones de euros (véase gráfico 2.6). Por su parte, las compras netas de activos totales bajo los programas de compra ordinarios (*Asset Purchase Programme*, APP) han caído en conjunto -340.000 millones de euros, de los que destacan los -255.000 millones de euros correspondientes al *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). Las tenencias totales de deuda pública española por el Eurosistema en diciembre de 2025 alcanzaron los 414.990 millones de euros, lo que supone un 27 % de la deuda en circulación.

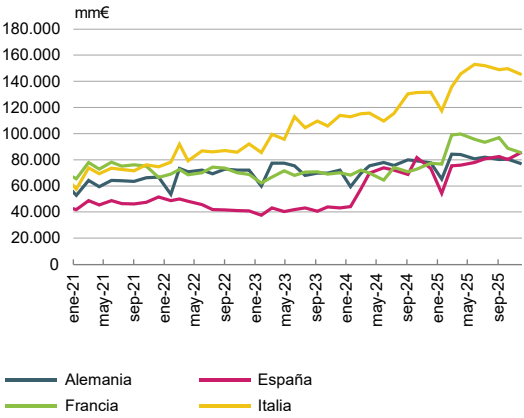
El volumen de transacciones garantizadas en los mercados monetarios creció 143.000 millones de euros en 2025, por un menor exceso de liquidez, una mayor disponibilidad de colateral y una operativa activa para cumplir con los requisitos regulatorios de liquidez. Al mantener el BCE la política de reducción del tamaño de su balance, las entidades se han visto obligadas a acudir a fuentes de financiación de mercado. Esto se reflejó en los mercados monetarios, donde el volumen medio diario de operaciones aumentó un 16 % para las operaciones no garantizadas a nivel general, un 12 % para las no garantizadas dentro del mercado interbancario (depósitos interbancarios, por ejemplo) y un 24 % para las operaciones garantizadas (repos). La financiación en el mercado monetario para las entidades de crédito siguió siendo más relevante en Italia que en otros países como Francia y Alemania, si bien la tendencia tras el máximo de principios de 2025 es descendente para estos tres países (véase gráfico 2.7). Por el contrario, en el caso de España, la tendencia es ascendente y 2025 cerró con 86.000 millones de euros.

Gráfico 2.7 Financiación en el mercado monetario

1 Volumen medio de transacción diario en el mercado monetario de la UE, por segmentos



2 Volumen total de préstamos tomados por los bancos, para los países seleccionados



FUENTE: Banco Central Europeo (*Money Market Statistical Reporting*).

Recuadro 2.A El aumento del riesgo geopolítico

Las tensiones geopolíticas se han intensificado de forma notable en los últimos años. La invasión rusa de Ucrania en 2022 marcó el final de casi una década en la que el nivel de riesgo geopolítico percibido en España y en Europa había sido relativamente moderado. Desde entonces, la prolongación del conflicto bélico en Ucrania, el ataque de Hamás a Israel en octubre de 2023 y la invasión posterior de Gaza por parte de Israel y, más recientemente, la guerra de Estados Unidos e Israel contra Irán han hecho que los riesgos geopolíticos mantengan de manera persistente una posición destacada en el mapa de riesgos globales. Este entorno se caracteriza por una elevada incertidumbre, un aumento de la fragmentación geoeconómica y una mayor probabilidad de perturbaciones adversas sobre los mercados financieros, las cadenas globales de suministro y la evolución de los precios de la energía y de las materias primas, con potenciales implicaciones relevantes para la actividad económica y la estabilidad financiera.

Los distintos indicadores de incertidumbre geopolítica disponibles confirman este aumento reciente de la relevancia de este tipo de riesgos. El indicador más habitual es el de Caldara y Iacoviello (2022)¹, que calcula el porcentaje de noticias, dentro de un conjunto de periódicos estadounidenses, que hablan de eventos geopolíticos

adversos. Este indicador, tras situarse por debajo de su media histórica en promedio y de manera casi continua entre 2006 y 2021, repuntó fuertemente en 2022, y desde entonces ha registrado cuatro episodios en los que ha superado las dos desviaciones típicas por encima de su media (véase gráfico 2.A.1). Centrando el análisis en España, los indicadores de riesgo geopolítico bilateral de Alonso-Alvarez, Bukina, Diakonova, Khitarishvili, Pérez y Piqueras (2026)² confirman esta evolución temporal (véase gráfico 2.A.2), y muestran además cómo los incrementos más recientes corresponden sobre todo al componente de riesgo relacionado con Oriente Medio. Utilizando metodologías más sofisticadas, basadas en técnicas de IA, el indicador RAUI de Ghomi y Hurtado (2026)³ de tensiones geopolíticas⁴ identifica también un aumento del peso y el nivel de incertidumbre reflejado en las noticias de prensa española a partir de 2022, aunque en este caso el aumento del indicador respecto a la situación previa es de tan solo una desviación estándar (véase gráfico 2.A.3).

Estos conflictos han tenido un impacto sustancial sobre los precios de la energía. El ataque de Rusia a Ucrania elevó el precio del petróleo por encima de los 100 dólares por barril y multiplicó el precio del gas natural por más de diez, lo que generó presiones inflacionistas y problemas persistentes en las cadenas globales de valor. La guerra en Irán

1 Caldara, Dario, y Matteo Iacoviello. (2022). "Measuring Geopolitical Risk". *American Economic Review*, 112(4).

2 Alonso-Alvarez, Irma, Ekaterina Bukina, Marina Diakonova, Nino Khitarishvili, Javier J. Pérez y Pedro Piqueras. (2026). "Geopolitical risk: a database of general and bilateral indices". Documentos de Trabajo, 2603, Banco de España.

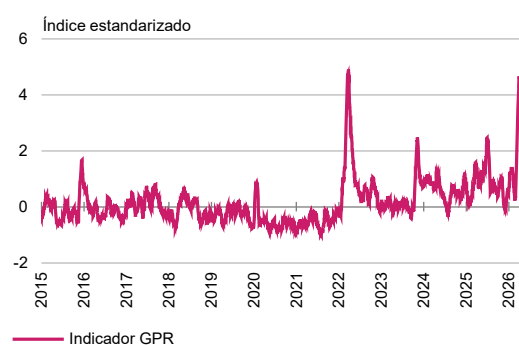
3 Ghomi, Morteza, y Samuel Hurtado. (2026). "RAUI: uncertainty indicators built with artificial intelligence". Documentos de Trabajo, 2609, Banco de España.

4 Las metodologías tradicionales se basan en el uso de diccionarios para analizar noticias de prensa (palabras que indican que la noticia habla de geopolítica y palabras que indican un alto grado de incertidumbre). Este indicador RAUI (*retrieval-augmented uncertainty indicators*) utiliza un modelo de *embedding* para seleccionar noticias que hablan de geopolítica mediante búsqueda semántica y un *large language model* (GPT-4o-mini) para evaluar el nivel de incertidumbre de cada noticia seleccionada.

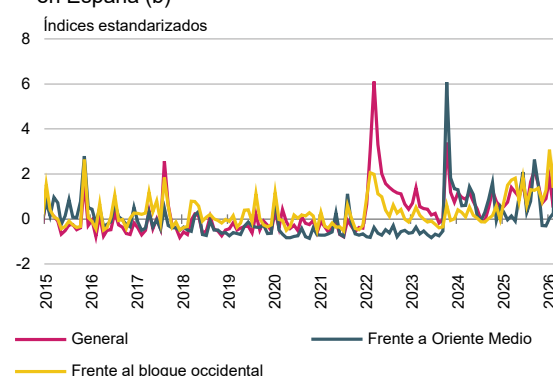
Recuadro 2.A El aumento del riesgo geopolítico (cont.)

Gráfico 2.A.1 Los indicadores de incertidumbre geopolítica han aumentado desde 2022

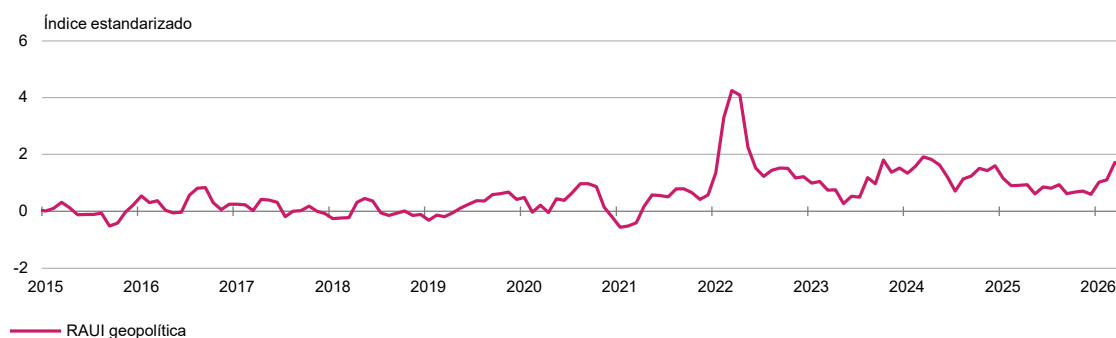
1 Indicador GPR de riesgo geopolítico (a)



2 Indicadores de riesgo geopolítico bilateral en España (b)



3 Indicadores de incertidumbre RAUI para el tema de geopolítica (c)



FUENTE: Caldara y Iacoviello (2022); Alonso-Alvarez, Bukina, Diakonova, Khitarishvili, Pérez y Piqueras (2026) y Ghomi y Hurtado (2026).

- a El indicador de riesgo geopolítico (GPR, por sus siglas en inglés) general muestra el riesgo geopolítico percibido independientemente de la fuente del riesgo.
- b El GPR bilateral muestra en qué medida el riesgo geopolítico percibido en un país está asociado a acontecimientos que tienen como foco a un país o región. A diferencia del GPR agregado —que recoge la intensidad total de 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 a un país o región concreta (por ejemplo, Rusia, China u Oriente Medio y el norte de África). El índice resultante cuantifica así cuánto contribuye cada área externa a la percepción de riesgo geopolítico en un país dado y permite analizar la exposición relativa a distintos focos internacionales de tensión. Véase Alonso-Alvarez, Bukina, Diakonova, Khitarishvili, Pérez y Piqueras (2026) para una descripción detallada de la metodología.
- c 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 de cada una de ellas) para construir una cuantificación del nivel de incertidumbre de noticias de prensa española referidas a distintos temas.

ha provocado un aumento similar en el precio del petróleo y problemas de suministro análogos en fertilizantes y en productos como el helio y el neón, gases industriales críticos para la fabricación de semiconductores. Además, debido a sus efectos sobre rutas marítimas clave y sobre el precio del combustible, la

perturbación inducida sobre las cadenas globales de producción podría ser más amplia y afectar al coste del transporte de todo tipo de *inputs*.

El aumento de la incertidumbre geopolítica tiene efectos importantes sobre variables macroeconómicas y

Recuadro 2.A El aumento del riesgo geopolítico (cont.)

financieras. En el análisis de vectores autorregresivos de Ghomi y Hurtado (2026), el componente de incertidumbre internacional (para el que los riesgos geopolíticos contribuyen con un coeficiente de 0,41) genera efectos significativos sobre la producción industrial, los tipos de interés y las valoraciones bursátiles⁵.

Estas perturbaciones macrofinancieras son relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera, ya que afectan a la solvencia, la rentabilidad y la liquidez del sistema financiero.

En el caso de los bancos, un entorno de mayor incertidumbre geopolítica y menor actividad económica, además de generar pérdidas de valoración en las carteras de valores, tiende a deteriorar la calidad crediticia de hogares y empresas,

elevando la probabilidad de impago y las necesidades de provisiones. Para los fondos de inversión, las caídas persistentes de las valoraciones bursátiles y el incremento de la aversión al riesgo pueden desencadenar salidas significativas de capital, amplificando tensiones de liquidez y favoreciendo dinámicas procíclicas de ventas forzadas de activos. En el caso de las aseguradoras y los fondos de pensiones, estos episodios concentrarían sus efectos negativos sobre todo por el lado del activo, a través de menores rendimientos y mayores pérdidas latentes en carteras financieras. Por otro lado, estos canales pueden reforzarse mutuamente y generar externalidades negativas en los distintos segmentos del sistema financiero, lo que aumentaría la vulnerabilidad agregada ante *shocks* adversos.

⁵ En particular, el aumento de más de una desviación típica en el nivel del indicador de incertidumbre geopolítica entre el promedio de 2015-2021 y el promedio de 2022-2026 habría generado en este período una reducción de más de medio punto porcentual en la producción industrial en España y una reducción persistente del nivel del IBEX 35 de aproximadamente un 1 %.

3 Evolución sectorial del sistema financiero y política macroprudencial

3.1 Sector bancario y política macroprudencial

El sector bancario español expandió su actividad de intermediación en 2025.

A este mayor volumen de actividad contribuyó decisivamente el crédito en España, que creció en los segmentos de hogares y de empresas, acompañado, además, de una mejora de su calidad. Además, el coste de financiación del activo también se redujo, en línea con la caída de los tipos de referencia, aunque con una intensidad menor. Por su parte, las ratios de liquidez continuaron en valores muy superiores a los umbrales exigibles.

La rentabilidad volvió a aumentar, aunque en menor medida que en los últimos años, y se situó en valores históricamente elevados. No obstante, parte de la mejora se explica por factores de carácter puntual, como el menor ajuste por hiperinflación en algunos negocios globales. En un contexto de tipos de interés de referencia más reducidos, el margen de intereses mostró un descenso respecto del año previo como consecuencia de la compresión del margen unitario (reducción del margen intensivo, esto es, la diferencia entre tipos de activo y de pasivo), solo parcialmente mitigada por la mencionada expansión del volumen de intermediación (incremento del margen extensivo).

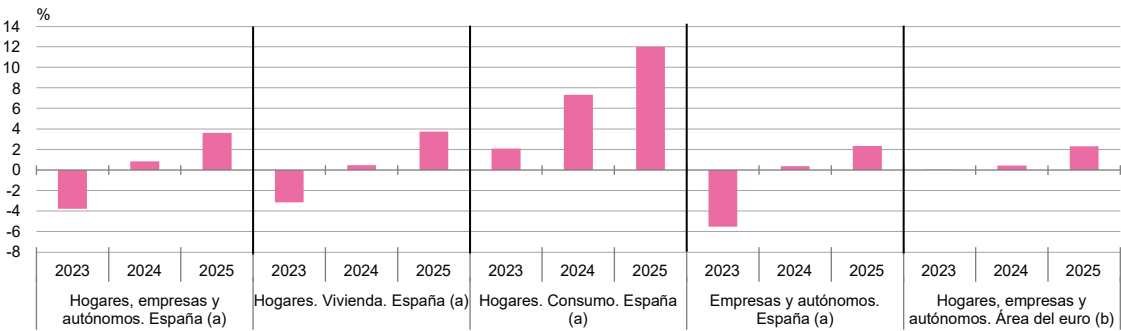
La solvencia continuó mejorando el año pasado, al tiempo que la posición de liquidez se mantuvo estable. La ratio de capital CET1 presentó una mejora en 2025, mientras que la ratio de apalancamiento se mantuvo estable, situándose ambas métricas en niveles holgados en relación con los mínimos regulatorios.

Evolución del crédito en el negocio en España y el exterior

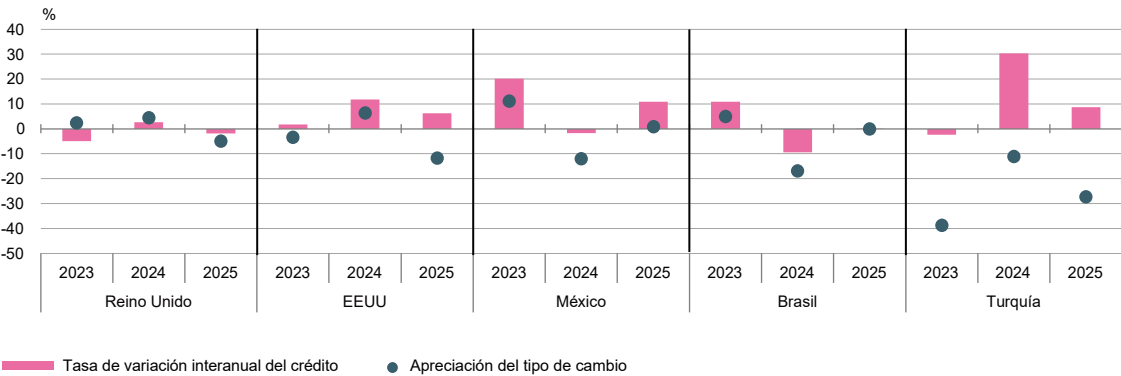
En 2025, el volumen de financiación concedida por las entidades bancarias al conjunto de hogares, empresas y autónomos en España registró un avance, confirmando la tendencia al alza del año anterior. El saldo vivo del crédito aumentó un 3,6 % en el conjunto del año, frente al 0,8 % del año previo (véase gráfico 3.1.1, panel 1). Este crecimiento se dio tanto en los préstamos a las empresas y a los autónomos como, especialmente, en el otorgado a hogares, con un dinamismo más intenso en el último trimestre del año y de forma generalizada entre las entidades. En el caso de las empresas y los autónomos, el crédito creció un 2,3 %, frente al avance del 0,4 % registrado en 2024, mientras que para los hogares el incremento fue del 4,6 % (1,2 % el año anterior), siendo esta tasa la más elevada desde el año 2008.

Gráfico 3.1.1 Variación del saldo de crédito en España y en el extranjero

1 Tasa de variación interanual del crédito en España y en el área del euro. Negocios nacionales. Datos individuales



2 Tasa de variación interanual del crédito a hogares, empresas y autónomos en el extranjero, expresado en euros (c), y apreciación del tipo de cambio (d). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

- a Crédito otorgado por los bancos españoles a los residentes en España.
- b Crédito otorgado por los bancos de los países del área del euro a los residentes en el propio país del banco.
- c Crédito otorgado por los bancos españoles en los países indicados.
- d Un valor positivo (negativo) indica una apreciación (depreciación) de la moneda local del área geográfica correspondiente con respecto al euro.

La mejora en el crecimiento del crédito a empresas y autónomos se dio de forma generalizada por sectores. En particular, se confirmó el incremento en los sectores de construcción y actividades inmobiliarias (1,4 %), similar al del año anterior (1,2 %). Los préstamos con garantía ICO vinculados al COVID-19 se redujeron un 37,8 % respecto al ejercicio previo³.

En relación con el crédito a los hogares, se observaron avances tanto en los préstamos destinados a la adquisición de vivienda como en los orientados al consumo. En el primer caso, el aumento interanual fue del 3,7 %, sustancialmente mayor que el de 2024 (0,5 %). El crédito al consumo, que ya había mostrado un crecimiento del 7,3 % en 2024, aceleró su ritmo hasta el 12 %

3 Puesto que no se conceden nuevos créditos con esta garantía, esta es una cartera cerrada cuyo volumen se reduce según se amortizan los préstamos dentro de ella que no están clasificados como morosos.

en 2025. El resto del crédito a hogares⁴, que representa algo más del 6 % del total, retrocedió un 0,9 %.

En el ámbito internacional, el crédito concedido por las entidades españolas a hogares, empresas y autónomos en el extranjero también mostró un comportamiento expansivo. El volumen de crédito a contrapartes extranjeras, expresado en euros, aumentó un 5,6 % en 2025, en línea con 2024 (6,1 %), destacando los avances en México, Turquía y Estados Unidos. En México, que supone más del 11 % del negocio exterior, el crecimiento fue del 10,8 %, en un contexto de comportamiento estable del peso. En Turquía, el crédito se incrementó un 8,8 %, pese a la fuerte depreciación de la lira. En Estados Unidos, el crédito creció un 6,3 %, también a pesar de la depreciación del dólar respecto del euro. En otros mercados relevantes, el crédito mostró un retroceso moderado en el Reino Unido y una estabilización en Brasil (véase gráfico 3.1.1, panel 2).

Las ratios de dudosos⁵ y en vigilancia especial⁶ del conjunto del crédito a hogares, empresas y autónomos en España descendieron a lo largo del año, en un contexto de crecimiento de la actividad y el empleo. Esto se debió tanto a la reducción de los saldos clasificados en dichas categorías (numerador) como, en menor medida, al propio aumento del crédito total (denominador), y fue generalizado entre carteras. Así, la ratio de dudosos cerró 2025 en el 2,8 % (0,6 pp menos que en 2024). En empresas y autónomos, la ratio se situó en el 3,6 % (-0,7 pp), mientras que en hogares descendió hasta el 2,1 % (-0,6 pp), con mejoras tanto en el crédito para vivienda (-0,5 pp, hasta el 1,7 %) como en el resto (-0,6 pp, hasta el 4 %). Por su parte, la ratio de vigilancia especial se redujo hasta el 5,8 % en diciembre de 2025 (-0,8 pp), con descensos en empresas y autónomos (-1,3 pp, hasta el 7,1 %) y en hogares (-0,3 pp, hasta el 4,9 %) (véase gráfico 3.1.2, panel 1)⁷.

Las operaciones de refinanciación y reestructuración, así como los activos adjudicados, prolongaron en 2025 la tendencia descendente observada en ejercicios anteriores en el negocio nacional. Los préstamos refinanciados o

⁴ Esta partida incluye la adquisición de terrenos y valores, la reunificación de deudas y el resto de las finalidades no detalladas.

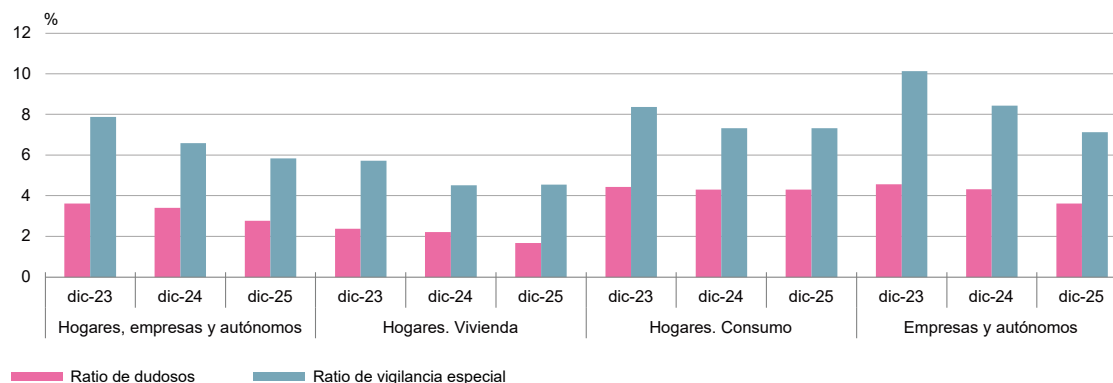
⁵ Se clasifican como dudosos aquellos préstamos en los que existe una probabilidad significativa de incumplimiento por parte del deudor, bien porque han pasado más de 90 días desde que este no ha realizado el pago de capital o intereses, bien porque se percibe una duda razonable sobre su capacidad para cumplir con sus obligaciones, aunque no hayan vencido.

⁶ Se clasifican en vigilancia especial aquellos préstamos que, sin haber alcanzado el deterioro correspondiente a «dudoso», muestran indicios de deterioro en la situación financiera del deudor o en la calidad del crédito.

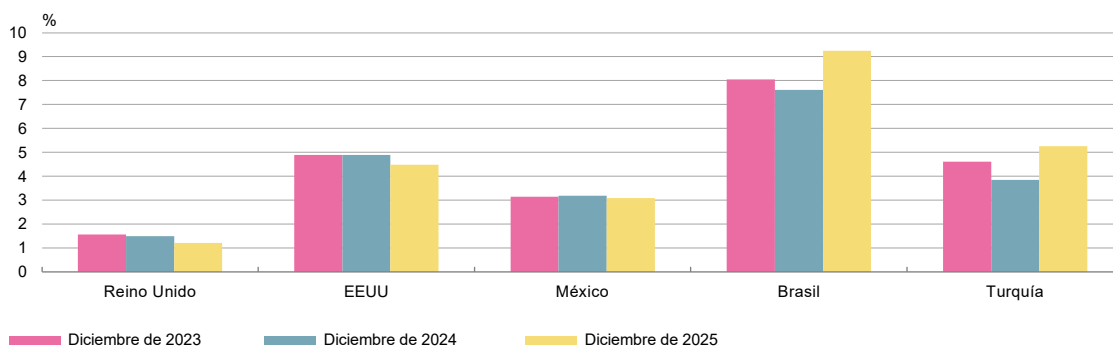
⁷ Una operación de refinanciación se concede para facilitar el cumplimiento en una o más operaciones (refinanciadas) con deudores con dificultades financieras; una operación de reestructuración es aquella en la que se modifican las condiciones contractuales para facilitar el pago de la deuda por motivos de dificultad de pago del deudor. En contraste, una operación renegociada es aquella en la que se modifican las condiciones financieras sin que el prestatario tenga dificultades financieras, y una operación renovada es la que se formaliza para sustituir a otra concedida previamente por la entidad sin que el prestatario tenga dificultades financieras.

Gráfico 3.1.2 Activos problemáticos en España y en el extranjero

1 Ratio de crédito en situación dudosa y en vigilancia especial. Negocios en España. Datos individuales



2 Evolución de la ratio de dudosos en los países extranjeros relevantes para el sector bancario español. Datos consolidados (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos correspondientes a las carteras de préstamos al sector privado residente por parte de las entidades de depósito españolas en países extranjeros de importancia significativa.

reestructurados disminuyeron un 23,2% interanual, intensificando en 3,1 pp la caída registrada el año previo. Esta reducción fue especialmente acusada en las empresas y los autónomos (-24,9%). En los hogares, la disminución alcanzó el 21,5%, acelerándose en 3,3 pp respecto a 2024. Por su parte, los activos adjudicados se situaron en 11.140 mm (miles de millones) de euros en diciembre de 2025, tras una reducción adicional del 16,6% en el año.

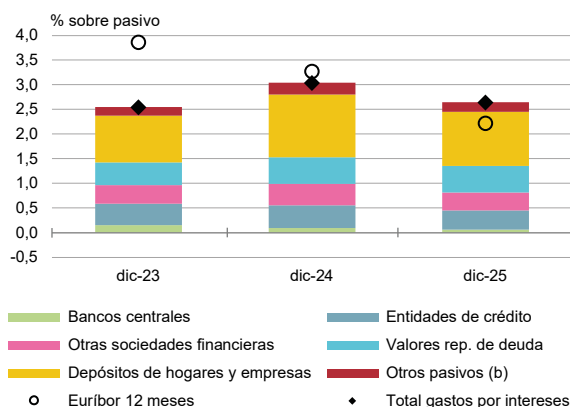
En el negocio en el extranjero, la ratio de dudosos agregada no mostró cambios con respecto al año anterior, aunque sí existieron diferencias significativas entre países. En el gráfico 3.1.2, panel 2, se muestran las ratios de las principales jurisdicciones en las que operan los bancos españoles. Destacaron los descensos en Estados Unidos y Reino Unido, cuyas ratios se situaron en diciembre de 2025 en el 4,5% y el 1,2%, respectivamente. En México se situó en el 3,1%, sin apenas variaciones sobre el año anterior, mientras que aumentó en Turquía hasta el 5,3% y en Brasil hasta el 9,3%.

Condiciones de financiación y liquidez

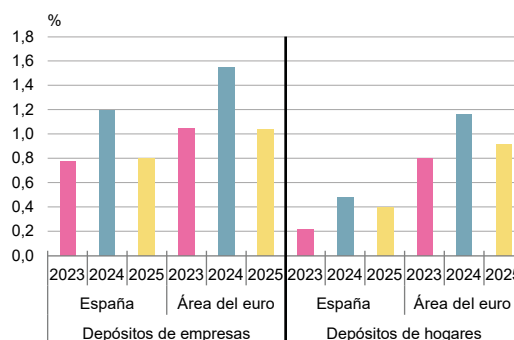
En 2025 se redujo el coste medio del pasivo bancario, en un contexto de caída de los tipos de interés de política monetaria. El coste medio del pasivo en el conjunto del año se situó en el 2,6 %, frente al 3 % alcanzado en 2024 (véase gráfico 3.1.3, panel 1). Todas las fuentes de financiación —salvo la deuda emitida, cuya contribución al coste medio se mantuvo estable— contribuyeron a este descenso. La remuneración de los depósitos de hogares y empresas fue la partida que más se redujo.

Gráfico 3.1.3 Evolución del coste de la financiación y las ratios de liquidez

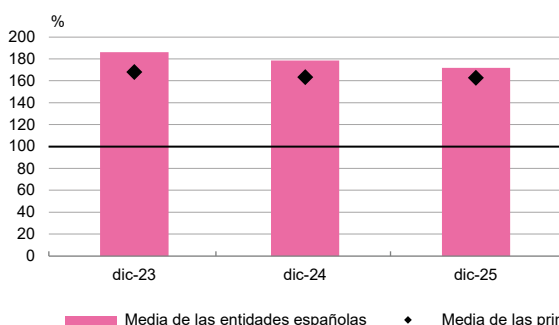
1 Gastos por intereses de la financiación.
Datos consolidados (a)



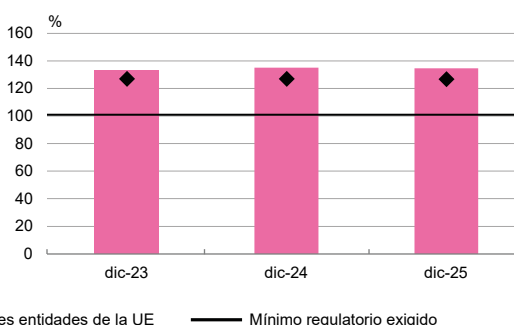
2 Coste medio de los depósitos a hogares y empresas. Negocios nacionales



3 Ratio de cobertura de liquidez.
Datos consolidados (c)



4 Ratio de financiación estable neta.
Datos consolidados (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Los gastos por intereses consideran los gastos netos asociados a depósitos (desagregando por contraparte), valores representativos de deuda emitidos y otros pasivos de las entidades. Incluye depósitos de hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH), sociedades no financieras (SNF) y empresarios individuales y Administraciones Públicas (AAPP).
- b Incluye intereses pagados por los depósitos de las AAPP y otros gastos por intereses asociados a otros pasivos financieros y a otros pasivos.
- c La ratio de cobertura de liquidez (LCR) se define como el cociente entre los activos líquidos libres de cargas de una entidad y las salidas netas de liquidez que podrían producirse a lo largo de un escenario de tensión de 30 días naturales. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían activos líquidos suficientes para hacer frente a las salidas de liquidez que podrían producirse en un escenario de tensión.
- d La ratio de financiación estable neta (NSFR) se define como el cociente entre el importe de la financiación estable disponible de una entidad y el importe de su financiación estable requerida para un período de un año. La línea negra indica el nivel del 100 %, por encima del cual las entidades poseerían financiación estable suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación a lo largo de un año, tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión.

El descenso más acusado de los tipos de interés de referencia revirtió la ventaja en el coste medio de financiación de la que venían disfrutando los bancos españoles en los últimos años. A pesar de que en 2025 el coste medio de financiación del sector bancario se redujo, el diferencial favorable que las entidades españolas venían manteniendo respecto a los tipos de interés de referencia —esto es, una financiación, de media, más barata que los tipos de referencia del mercado interbancario— terminó por desaparecer debido a que la caída de estos tipos de referencia fue mayor. En otras palabras, aunque los bancos lograron abaratar su financiación, los tipos de interés de referencia bajaron a un ritmo aún mayor, lo que provocó que la ventaja se fuera reduciendo hasta invertirse. Esta evolución es fruto del uso intenso de un modelo de financiación minorista, que contribuyó a una traslación limitada de las subidas de los tipos de interés oficiales al coste de financiación —abaratando relativamente su coste—, pero que ahora ha contribuido también a un ajuste menos intenso ante su bajada.

A nivel consolidado, el coste medio de los depósitos de hogares y empresas se situó en el 1,9 % en 2025, frente al 2,2 % alcanzado en 2024. Aunque en términos unitarios la reducción experimentada fue inferior a la observada en el resto de las fuentes de financiación debido a la limitada traslación de la caída en los tipos de interés de referencia, su nivel sigue estando notablemente por debajo del resto de las alternativas de financiación de los bancos.

En los negocios en España, la remuneración media de los depósitos de hogares y empresas también se redujo, y se mantuvo por debajo de la observada para el conjunto de entidades del área del euro. La remuneración media de los depósitos de empresas se situó en el 0,8 % en 2025 para los bancos españoles, frente al 1,2 % observado un año antes y el 1 % del conjunto de entidades del área del euro. El coste medio de los depósitos de los hogares también se redujo, aunque en menor medida, en parte por el nivel contenido del que partían. En 2025, el coste medio de estos depósitos fue del 0,4 %, frente al 0,5 % de 2024 y lejos del 0,9 % observado para el conjunto de bancos del área del euro (véase gráfico 3.1.3, panel 2). A ello contribuyó que los saldos a la vista incrementaron ligeramente su peso sobre el conjunto de estos depósitos, hasta el 84 % del total en diciembre de 2025, 1 pp más que un año antes.

Por su parte, el coste medio de los valores de deuda bancaria se mantuvo estable y el volumen total de nuevas emisiones se redujo respecto a 2024. El coste medio de los valores de deuda de las entidades españolas en 2025 se situó en el 4,3 %, en línea con el nivel observado el año previo. La acumulación de un volumen suficiente de instrumentos para cubrir requerimientos de resolución redujo la necesidad de nuevas emisiones en 2025 (véase el recuadro 3.A para un análisis detallado de las características de las emisiones realizadas).

El coste de capital de los bancos españoles volvió a reducirse en 2025, hasta situarse en torno al 8,2 % a finales del año, frente al 9,7 % estimado al cierre

de 2024⁸. Este coste es inferior al coste de capital medio de los bancos europeos (8,9 %) y se sitúa significativamente por debajo de la rentabilidad sobre fondos propios del sector bancario español (14,3 %), lo que evidencia la capacidad de este para generar valor.

La posición de liquidez se mantuvo en niveles holgados, ampliamente por encima de los umbrales exigidos. La ratio de liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) agregada para el conjunto de entidades españolas se situó en el 171,9 % en diciembre de 2025, frente al 178,6 % de un año antes. A pesar de este descenso, la ratio se mantiene ampliamente por encima del mínimo regulatorio del 100 %. Además, el nivel de la ratio para las principales entidades españolas (161,8 %) se sitúa en línea con el nivel medio observado para sus pares en los principales sistemas bancarios europeos (163,1 %) (véase gráfico 3.1.3, panel 3). Por su parte, la ratio de financiación estable neta (NSFR, por sus siglas en inglés) se mantuvo prácticamente estable, alcanzando el 134,7 %, frente al 135 % de diciembre de 2024. En comparativa europea con las entidades significativas, el valor de la ratio es superior a la media de las principales entidades europeas (126,9 %, frente al 132,5 % para las españolas) (véase gráfico 3.1.3, panel 4).

Rentabilidad

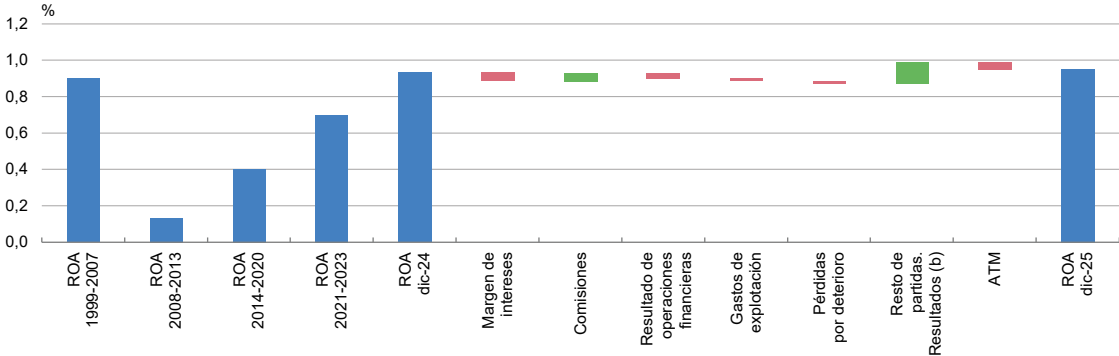
La rentabilidad del sector bancario español siguió mejorando en 2025, aunque en menor medida que en los últimos años. El resultado consolidado del sector se situó en 42 mm de euros en 2025, lo que supone un aumento del 6 % respecto al año anterior y sitúa el ROA (*return on assets* o rentabilidad sobre el activo) en el 0,95 % (frente al 0,93 % de 2024) (véase gráfico 3.1.4, panel 1). El margen de intereses disminuyó en 2025, aunque este descenso interanual se fue reduciendo a lo largo del año. La caída del margen de intereses se explica por los menores márgenes unitarios. Es decir, el impacto negativo del descenso de los márgenes unitarios (compresión del margen intensivo) fue superior al impacto positivo del aumento del volumen de actividad (expansión del margen extensivo) impulsado por el crecimiento del crédito (véanse la subsección sobre crédito y el gráfico 3.1.1). Este efecto se dio a nivel consolidado y también en los negocios en España.

La evolución favorable de varias partidas de la cuenta de resultados compensó el descenso del margen de intereses. Entre los componentes que contribuyen al incremento de la rentabilidad destaca el aumento de las comisiones

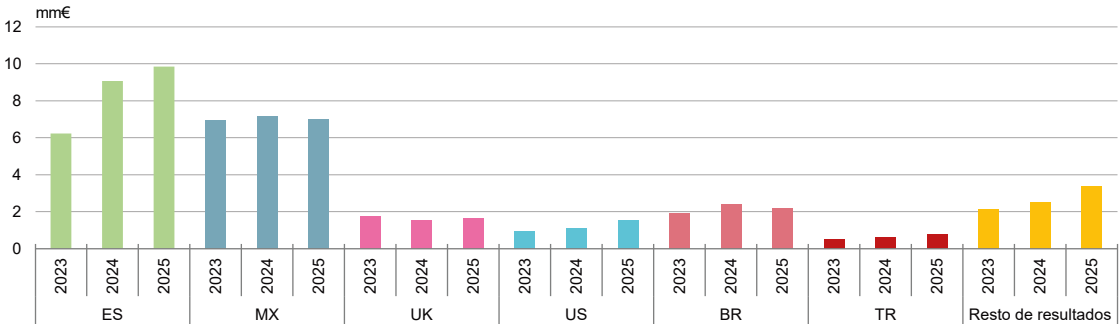
⁸ El coste de capital es el rendimiento que los inversores demandan para adquirir las acciones de una empresa. Es una magnitud no observada, cuya estimación está sujeta a una importante incertidumbre. El valor mostrado se calcula como el promedio ponderado de la estimación para los principales bancos cotizados españoles, y se presentan el valor medio y el rango máximo-mínimo entre cuatro modelos de descuento de dividendos. Véase Luis Fernández Lafuerza y Mariya Melnychuk. (2024). "Revisiting the estimation of the cost of equity of euro area banks". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 46, primavera, pp. 25-48.

Gráfico 3.1.4 Rentabilidad de las entidades de depósito

1 Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



2 Distribución geográfica del resultado ordinario atribuido a la entidad dominante de las tres entidades con actividad internacional más significativa (b). Datos consolidados



FUENTES: Banco de España e informes financieros de las entidades.

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2025 respecto a diciembre de 2024. Los datos de cada una de las diferentes partidas de beneficio incluyen en diciembre de 2025 los importes de los negocios afectados por la venta de dos filiales en el extranjero por parte de dos entidades significativas (no se agrupan en una única partida de resultados de operaciones discontinuadas), por lo que la comparación de componentes del ROA no se ve distorsionada entre ambos periodos.
- b De entre las entidades con actividad internacional significativa, se incluye en este grupo a las tres en las que esta es más importante y más extendida en el tiempo, y la medida del resultado excluye elementos no recurrentes en el período considerado. La categoría «Resto de resultados» incluye el resultado de los centros corporativos de las entidades.

netas, el descenso de las dotaciones distintas de los deterioros financieros, el descenso de los impuestos y el aumento de otros resultados de explotación⁹. Dado que algunos elementos son de naturaleza puntual, podrían no mantener su contribución positiva a la variación de la rentabilidad en ejercicios futuros. Por su parte, el crecimiento de los gastos de explotación y de las pérdidas por deterioro de activos financieros contribuyó negativamente a la evolución de la rentabilidad bancaria, aunque de forma contenida.

La mejora del resultado se produjo tanto en España como en la actividad en el extranjero de las principales entidades bancarias con presencia

⁹ Esta mejora de otros resultados de explotación se debió en buena medida al menor ajuste por hiperinflación en los negocios de Argentina y Turquía.

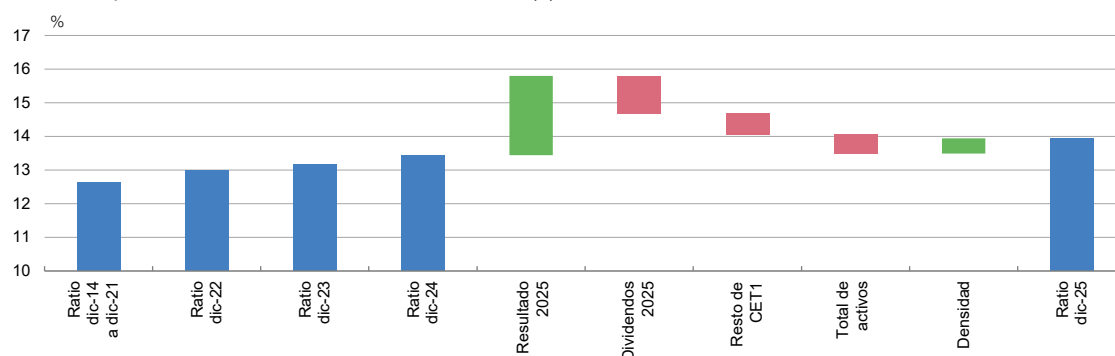
internacional. El beneficio de estas entidades se incrementó en 2025 en varios de los principales países donde desarrollan su actividad, sobre todo en Estados Unidos y Turquía, y también, aunque en menor medida, en Reino Unido, mientras que se redujo en Brasil y, ligeramente, en México (véase gráfico 3.1.4, panel 2). En cualquier caso, pese a este descenso, México continúa siendo el país extranjero con mayor contribución al resultado de estas entidades, seguido de Brasil, Reino Unido, Estados Unidos y Turquía.

Solvencia

La ratio de capital ordinario de nivel 1 (CET1) aumentó 0,5 pp en 2025, hasta alcanzar el 13,9%. Su incremento se debió al crecimiento interanual del capital CET1 (numerador de la ratio), cuya contribución al crecimiento de la ratio fue de

Gráfico 3.1.5 Solvencia de las entidades de depósito

1 Descomposición de la variación de la ratio de CET1 (a). Datos consolidados



2 Comparativa europea de la ratio de CET1 y de la ratio de apalancamiento. Datos consolidados. 2023-2025



FUENTE: Banco de España.

a La ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre activos ponderados por riesgo (APR). El CET1 se desagrega en sus principales componentes. El resto del CET1 incluye los instrumentos de capital (que, a su vez, incluyen las recompras de acciones) y el otro resultado global acumulado (partida que recoge de forma acumulada las ganancias y pérdidas no realizadas que no pasan por la cuenta de resultados, como valoraciones a valor razonable o coberturas), así como, entre otras partidas, los intereses minoritarios y los ajustes del CET1 debido a filtros prudenciales. A su vez, los APR pueden obtenerse como total de activos $\times$ densidad, donde la densidad se calcula como la ratio de APR sobre el total de activos. Así, en el gráfico, la variación de la ratio de CET1 se descompone en las variaciones de los principales componentes del CET1, del total de activos y de la densidad. Existe un efecto mixto residual procedente de la descomposición que se atribuye de manera proporcional al valor absoluto de las variaciones de los factores mostrados. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.

0,6 pp, lo que se explica principalmente por la contribución positiva del resultado obtenido en 2025. En lo que respecta al denominador de la ratio, los activos ponderados por riesgo (APR) aumentaron moderadamente en 2025, por lo que su contribución a la variación de la ratio fue negativa (-0,1 pp). Este leve aumento de los APR se debió al incremento del total de activos, que fue mitigado en buena medida por una reducción de su perfil de riesgo, medido por una menor densidad de los APR (véase gráfico 3.1.5, panel 1).

Este aumento de la ratio de CET1 provocó que la distancia respecto a la media europea se redujera en el último año. De acuerdo con los datos de la Autoridad Bancaria Europea¹⁰ (EBA, por sus siglas en inglés), la distancia entre la ratio de CET1 para las principales entidades españolas respecto a las de la Unión Europea se redujo más de 0,2 pp en 2025, hasta los 3,1 pp de finales de año (véase gráfico 3.1.5, panel 2).

Por su parte, en términos de la ratio de apalancamiento, el sistema bancario español continúa en un nivel comparable al de los principales sectores bancarios europeos. La diferencia respecto a la media europea se mantuvo estable en torno a 0,5 pp. Esta diferencia entre las brechas medidas en términos de la ratio de CET1 y en términos de la ratio de apalancamiento se debe a la mayor densidad de riesgo de los activos del sistema bancario español.

Análisis y medidas macroprudenciales

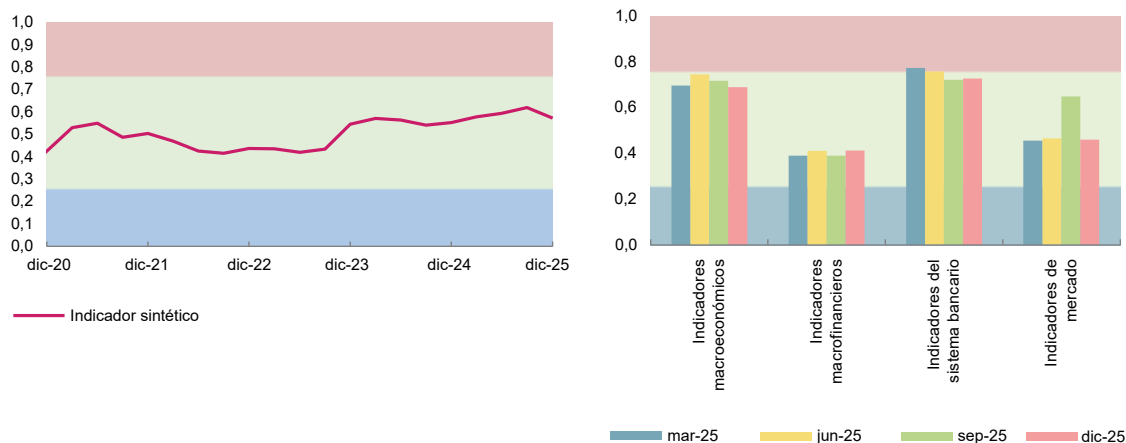
El Banco de España realiza un seguimiento regular de los riesgos sistémicos cíclicos para guiar la fijación del colchón de capital anticíclico (CCA). El marco metodológico para el seguimiento de estos riesgos y la calibración del CCA consta de una fase de evaluación de los denominados «indicadores fundamentales» y otra de análisis cuantitativo y cualitativo de información complementaria¹¹. En la primera fase se analiza la posición cíclica de los 16 indicadores fundamentales, que informan sobre la situación macroeconómica, financiera y bancaria de España. Cada indicador individual se clasifica en un nivel de riesgo según su posición respecto a su distribución histórica. Esta clasificación permite evaluar si su valor es coherente con tres niveles posibles de riesgo sistémico cíclico: bajo (situación de materialización de riesgos), intermedio o elevado. Una vez estandarizados, este conjunto de indicadores se agregan en un único indicador sintético. Finalmente, en la segunda fase se revalúa el resultado automático de la primera fase con información cuantitativa y cualitativa adicional.

¹⁰ La diferencia entre las cifras de la ratio de CET1 para España entre los dos paneles del gráfico 3.1.5 se debe a que la del primer panel se refiere al total de entidades de depósito, mientras que la del segundo panel se refiere a la muestra de las principales entidades (que representan más del 90 % del total activo consolidado del sistema) utilizada por la EBA.

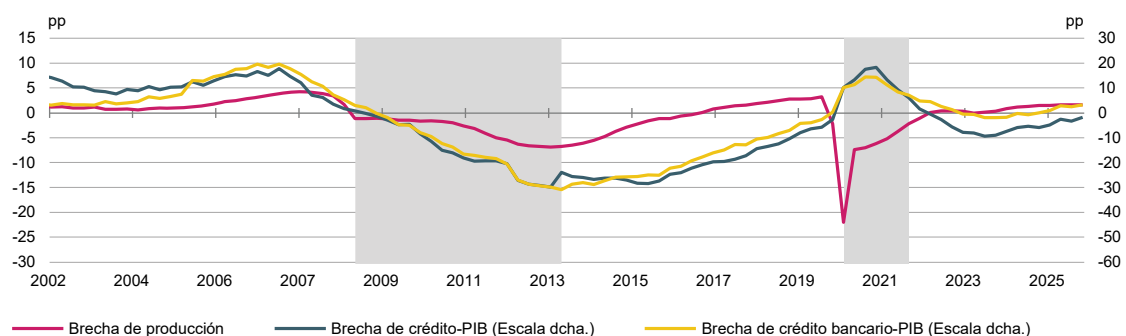
¹¹ Para un mayor detalle sobre el nuevo marco de fijación del CCA en España, véanse el documento metodológico publicado por el Banco de España, “Revisión del marco de fijación del colchón de capital anticíclico (CCA) en España”, y el documento ocasional Ángel Estrada et al. (2024), “Análisis de los riesgos sistémicos cíclicos en España y de su mitigación mediante requerimientos de capital bancario contracíclicos”.

Gráfico 3.1.6. Los riesgos sistémicos cíclicos se situaron en un nivel intermedio. La brecha de producción y la brecha de crédito-PIB se mantuvieron estables durante 2025

1 Indicadores sintéticos (a)



2 Brecha de crédito-PIB y brecha de producción (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Datastream y elaboración propia.

- a Datos actualizados a diciembre de 2025. Los indicadores están definidos entre 0 y 1 en función del percentil respecto a su distribución histórica. El rango de color azul (verde) [rojo] corresponde a una señal de nivel bajo (intermedio) [elevado] de los riesgos sistémicos cíclicos.
- b La brecha de producción representa la diferencia porcentual entre el PIB observado y su valor potencial trimestral. Valores calculados a precios constantes de 2010. Véase Pilar Cuadrado y Enrique Moral-Benito. (2016). "El crecimiento potencial de la economía española". Documentos Ocasionales, 1603, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6353>. La brecha de crédito-PIB se calcula como la diferencia en puntos porcentuales entre la ratio observada y su tendencia a largo plazo calculada aplicando un filtro estadístico de Hodrick-Prescott de una sola cola con un parámetro de suavizado igual a 25.000. Este parámetro está calibrado para ajustarse a los ciclos financieros observados históricamente en España. Véase Jorge E. Galán. (2019). "Measuring credit-to-GDP gaps. The Hodrick-Prescott filter revisited". Documentos Ocasionales, 1906, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8807>. La brecha de crédito bancario-PIB se calcula igual que la brecha de crédito-PIB, pero teniendo en cuenta únicamente el crédito bancario. Datos disponibles hasta diciembre de 2025. Las áreas sombreadas en gris muestran dos períodos de crisis identificados en España desde 2009, correspondientes a una crisis sistémica bancaria (I TR 2009 a IV TR 2013) y a la crisis económica provocada por el inicio de la pandemia de COVID-19 (I TR 2020 a IV TR 2021).

Los indicadores fundamentales del marco del CCA se situaron en un nivel intermedio durante 2025. Esta posición intermedia se produjo tanto para las cuatro dimensiones en que se clasifican dichos indicadores¹² como para el indicador sintético que resume toda la información (véase gráfico 3.1.6, panel 1). Las categorías de indicadores macroeconómicos y los correspondientes al sistema

¹² Indicadores macroeconómicos, macrofinancieros, de mercados financieros y de situación del sistema bancario.

bancario presentaron los niveles más elevados, cercanos a la cota superior del nivel intermedio. Dentro de los indicadores macroeconómicos, la brecha de producción, que mide la distancia entre el crecimiento del PIB efectivo y el nivel que se podría alcanzar sin que aumente la inflación, se mantuvo en valores positivos durante 2025 (véase gráfico 3.1.6, panel 2). Por su parte, la «brecha de crédito-PIB», un indicador macrofinanciero que mide la distancia entre el endeudamiento agregado de la economía (ratio de crédito sobre PIB) y su tendencia a largo plazo, aumentó ligeramente durante 2025 (véase gráfico 3.1.6, panel 2).

La estabilidad de los riesgos sistémicos cíclicos en un nivel intermedio determinó completar la activación inicial del CCA al 0,5% y avanzar en la acumulación hacia su nivel objetivo del 1%. En particular, el porcentaje del 0,5% anunciado en octubre de 2024 pasó a ser vinculante a partir del 1 de octubre de 2025. Asimismo, en el contexto anteriormente comentado de nivel intermedio de los riesgos sistémicos cíclicos, y conforme a lo anticipado en 2024, el Banco de España aprobó en el cuarto trimestre de 2025 elevar el CCA hasta el 1%, con efectos vinculantes desde el 1 de octubre de 2026. Este segundo incremento permitirá que el CCA alcance su porcentaje objetivo dentro del marco vigente para situaciones de riesgos sistémicos cíclicos en nivel intermedio.

En 2025, el Banco de España realizó la revisión anual de la lista de entidades de crédito españolas de importancia sistémica. El Banco de España identifica las entidades de importancia sistémica mundial (EISM) y de importancia sistémica nacional, denominadas «otras entidades de importancia sistémica» (OEIS), a partir de criterios objetivos que atienden a variables de tamaño y modelo de negocio de las entidades¹³. A cada entidad identificada se le exige un requerimiento adicional de capital para reforzar su resiliencia, mitigar los efectos adversos que estas pudieran llegar a ocasionar al sistema financiero a escala global o nacional y promover una asunción más prudente de riesgos.

En 2025, el Banco de España volvió a identificar una EISM y cuatro OEIS. Los colchones de capital fijados no han variado con respecto a los vigentes en 2025, salvo en el caso del colchón OEIS del BBVA. En julio de 2025, el Banco de España anunció¹⁴ la designación como OEIS de las cuatro entidades que ya recibían esta consideración durante 2024. Sus colchones macroprudenciales de capital asociados que serían exigibles en 2026 se fijaron en niveles similares a los de 2025. La única diferencia relevante fue el recorte de 25 pb del colchón para el BBVA, como consecuencia de la reducción de su importancia sistémica. Posteriormente, en diciembre de 2025, se comunicó el mantenimiento de

¹³ En concreto, se emplean indicadores relacionados con el tamaño del balance, el grado de interconexión con el sector bancario y con el sistema financiero no bancario, la sustituibilidad de los servicios prestados por la entidad, la complejidad de las actividades realizadas o el volumen de actividad transfronteriza. Los indicadores utilizados en las metodologías de identificación de EISM y OEIS son similares.

¹⁴ Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 30 de julio de 2025.

Cuadro 3.1.1 Colchones de capital para entidades sistémicas en 2025

Código LEI (a)	Entidad	Designación (b)	Colchón de capital exigido en 2025 (%)	Colchón de capital exigido en 2026 (%)
5493006QMFDDMYWIAM13	Banco Santander, SA	EISM y OEIS	1,25	1,25 (c)
K8MS7FD7N5Z2WQ51AZ71	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA	OEIS	1,00	0,75
7CUNS533WID6K7DGF187	CaixaBank, SA	OEIS	0,50	0,50
SI5RG2M0WQQLZCXKRM20	Banco de Sabadell, SA	OEIS	0,25	0,25

FUENTE: Banco de España.

a El código LEI denota el Identificador de Entidad Jurídica (*Legal Entity Identifier*).

b El acrónimo EISM se refiere a entidades de importancia sistémica mundial; OEIS, a otras entidades de importancia sistémica.

c En el caso de que una entidad sea designada como EISM y OEIS, el requerimiento efectivo es el mayor de los dos colchones asociados. En consecuencia, para Banco Santander, SA, en 2026 prevalece el colchón OEIS (1,25 %) sobre el colchón EISM (1 %).

la identificación¹⁵ del Banco Santander como EISM, fijando para 2027 un requerimiento similar al determinado para 2026. Los colchones aplicables en 2025 a las entidades sistémicas (véase cuadro 3.1.1) habían sido previamente anunciados en 2023 (EISM) y en 2024 (OEIS).

3.2 Mercados de valores, materias primas y divisas

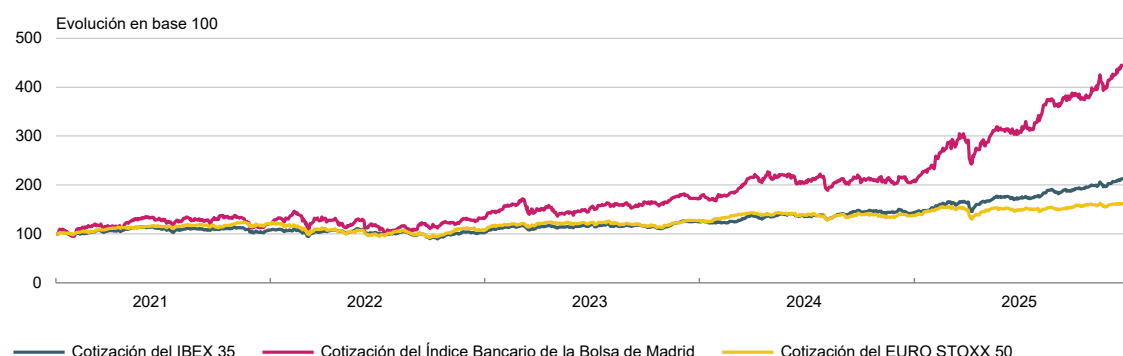
Mercados de valores

Los índices bursátiles internacionales siguieron subiendo con fuerza en 2025 tanto en España como a nivel internacional a pesar de las incertidumbres geopolíticas, lo que llevó a la mayoría de ellos a cerrar el ejercicio en máximos históricos. Los índices presentaron avances por tercer año consecutivo, apoyados en las decisiones de los bancos centrales, la evolución positiva de los beneficios empresariales, el renovado impulso de las compañías vinculadas a la IA y la tecnología, así como los planes europeos de inversión en defensa e infraestructuras. Las ganancias del índice español IBEX 35 (49,3 %) fueron las más elevadas de entre los grandes índices internacionales y permitieron al mercado español cerrar la brecha de rentabilidad que mantenía con los grandes índices europeos desde el inicio de la pandemia. Su avance volvió a apoyarse en la elevada revalorización (114,1 %)¹⁶ y ponderación del sector financiero y, en menor medida, del sector energético (véase gráfico 3.2.1).

¹⁵ Véase la nota de prensa publicada por el Banco de España el 5 de diciembre de 2025.

¹⁶ En el mismo período, el índice sectorial de banca europeo STOXX Europe 600 Banks, que incluye las principales entidades financieras de las distintas economías europeas, se revalorizó un 67,3 %.

Gráfico 3.2.1 Mercados de renta variable



FUENTE: Datastream.

La volatilidad se mantuvo durante la mayor parte del ejercicio en niveles reducidos¹⁷, aunque ligeramente superiores a los de 2024, tanto en el mercado español como en los principales mercados de la zona del euro y Estados Unidos. Únicamente se observó un repunte de este indicador en abril, como consecuencia de la incertidumbre provocada por el establecimiento de aranceles por la nueva Administración estadounidense. Asimismo, las condiciones de liquidez se mantuvieron en niveles satisfactorios durante todo el ejercicio, aunque mejoraron ligeramente en la segunda mitad del año, favorecidas por el descenso de la volatilidad del mercado. Por otra parte, la financiación de las empresas mediante recurso al mercado¹⁸ volvió a crecer por segundo año consecutivo y alcanzó su valor más elevado de los últimos cuatro años, a la vez que se incorporaron a las bolsas españolas¹⁹ tres nuevas sociedades (Hotelbeds, CIRSA e Izertis).

La contratación de renta variable española aumentó de modo destacado en 2025, hasta situarse por encima de los 1,011 billones de euros (un 40,5% más), su valor más elevado desde 2015. El crecimiento de la contratación se extendió tanto a los centros de negociación españoles²⁰, un 20,5%, hasta los 366.716 millones, como a sus competidores extranjeros, un 55,1%, hasta casi los 644.800 millones de euros. A su vez, la capitalización de los mercados regulados españoles creció un 42,2%, hasta situarse por encima de 1,09 billones de euros, su máximo histórico.

La relajación de la política monetaria del BCE en 2025 se tradujo en un descenso de los rendimientos de la deuda pública en los plazos más cortos

¹⁷ En el caso del IBEX 35, el promedio anual de este indicador fue del 14,6%, por encima del 12,8% alcanzado en 2024.

¹⁸ La financiación de empresas mediante recurso al mercado creció un 46,2% en 2025, hasta alcanzar los 11.595 millones de euros, de los que 7.940 millones de euros fueron ampliaciones con captación de recursos, y el resto, ampliaciones liberadas bajo el formato dividendo-elección.

¹⁹ El mercado alternativo BME Growth alcanzó una capitalización cercana a los 20.000 millones de euros con 124 sociedades listadas, mientras que el segmento BME Scaleup destinado a empresas en etapas de desarrollo temprano acumulaba 42 empresas con una capitalización superior a los 3.100 millones de euros.

²⁰ De este importe, 363.044 millones correspondieron al mercado regulado, y 3.672, a los SMN BME MTF Equity y Portfolio.

de la curva, a diferencia de los largos, donde se registraron aumentos. Estos descensos se concentraron principalmente en la primera mitad del año, en línea con el calendario de recortes de tipos, mientras que en la segunda mitad del ejercicio comenzaron a observarse ligeros repuntes. En el ámbito de la deuda privada, y a diferencia de lo anterior, se registraron descensos de los costes de financiación tanto en los instrumentos a corto plazo como en las emisiones a largo plazo. De cara a 2026, los mercados anticipan posibles aumentos de los tipos de interés por parte del BCE, debido al aumento de las expectativas de inflación en el contexto de la guerra de Estados Unidos e Israel contra Irán, circunstancia que podría estar ya reflejándose en el comportamiento reciente de los rendimientos de la deuda a largo plazo.

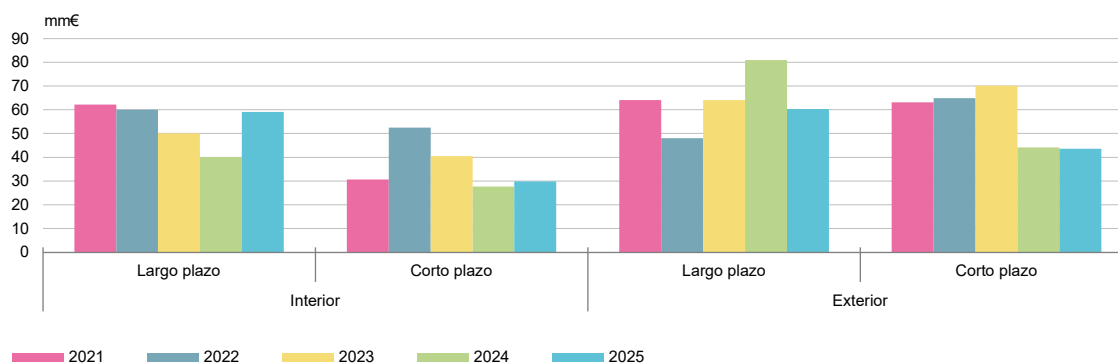
Los tipos de interés de la deuda pública española a diez años finalizaron 2025 en niveles próximos al 3,3 %, ligeramente superiores a los de principios de año. En los tramos más cortos de la curva, de 3 a 12 meses, se produjeron rebajas de entre 18 pb y 60 pb. Asimismo, la prima de riesgo soberano volvió a reducirse en el ejercicio, desde 70 pb hasta 44 pb, su nivel más bajo desde 2008. Por su parte, las primas de los subsectores privados registraron descensos durante el año, especialmente en lo que al sector financiero se refiere.

La actividad emisora de deuda de las sociedades españolas se mantuvo en 2025 en niveles similares a los del ejercicio anterior. No obstante, se observó una evolución dispar entre la actividad emisora en los mercados nacionales, que creció de forma notable, y la realizada en los mercados exteriores, que descendió. En particular, las emisiones admitidas a negociación en mercados españoles aumentaron un 31,3 % respecto a 2024, hasta alcanzar los 88.954 millones de euros, mientras que las emisiones realizadas en mercados exteriores descendieron un 16,9 %, hasta situarse en 103.858 millones de euros (véase gráfico 3.2.2). Por lo que respecta a los mercados nacionales, el importe de las emisiones realizadas en AIAF se incrementó hasta los 74.405 millones de euros, un 45,1 % más. En cambio, las emisiones de renta fija admitidas a negociación en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se situaron en 14.549 millones de euros, un 11,7 % menos. Por otro lado, las emisiones de deuda con características ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) realizadas por el sector privado alcanzaron los 14.128 millones de euros en 2025, un 15,7 % menos que el año anterior²¹. Dentro de esta cifra, 12.634 millones correspondieron a emisiones de bonos verdes.

El riesgo de mercado de los activos de renta variable continuó siendo muy elevado en 2025. Esto fue consecuencia de las altas valoraciones alcanzadas por algunos activos, sectores y mercados (en mayor medida, los ligados a la tecnología y a los mercados de valores estadounidenses). Por su parte, el riesgo de mercado de

²¹ Esta cifra representa casi el 12 % de las emisiones de deuda a largo plazo de los emisores españoles. Las emisiones de este tipo realizadas por las AAPP se situaron en 4.692 millones en 2025, un 12 % más que el año pasado.

Gráfico 3.2.2 Emisiones de deuda del sector privado por parte de emisores españoles



FUENTE: Datastream.

los activos de deuda²² se mantuvo en niveles medios, pues, aunque se benefició de las perspectivas de rebajas de tipos gracias al contexto de normalización de los valores de inflación, las primas de riesgo corporativas de algunos segmentos continuaron en niveles históricamente reducidos. En este entorno, un cambio significativo en las expectativas de los agentes podría desencadenar correcciones significativas en la valoración de algunas compañías, dar lugar a aumentos en las primas de riesgo y generar espirales de contagio negativas.

Por su parte, el riesgo de crédito²³ se mantuvo en niveles moderados, favorecido por los recortes de tipos de la primera mitad del ejercicio y las cifras positivas de crecimiento. El descenso de primas de riesgo de crédito se concentró en mayor medida en el sector financiero, y el sector corporativo se mantuvo sin apenas cambios. No obstante, hay algunas circunstancias que podrían dar lugar a repuntes significativos de este si se mantienen las tensiones y conflictos geopolíticos actuales. Entre ellos destacan los elevados niveles de deuda de algunas economías, tanto europeas como del resto del globo, los planes de expansión del gasto público y las incertidumbres crecientes en torno a la situación del capital privado y a algunos de los receptores de su financiación. Esta situación podría implicar correcciones de precios y restricciones de liquidez para los activos de mayor riesgo (como la deuda privada no cotizada, subordinada y *high yield*), así como cierto grado de fragmentación e incluso dificultades para acceder a los mercados para algunos emisores.

Las infraestructuras financieras de contratación y poscontratación de valores domiciliadas en España desarrollaron sus actividades en 2025 sin incidencias. El año pasado destacó la revisión del cumplimiento del Grupo BME de los nuevos requisitos en el ámbito del riesgo tecnológico y de ciberseguridad con motivo de la entrada en vigor del Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento

²² Asociado a la posibilidad de nuevos incrementos o repuntes de los tipos de interés.

²³ Estimado mediante el coste promedio de los *credit default swaps* (CDS) de los distintos sectores.

Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (DORA).

La CNMV desarrolló las actividades habituales de supervisión continua de la entidad de contrapartida central (ECC), que incluyen el seguimiento de la actividad y de los riesgos de mercado, crédito, liquidez y operacional. En estas actividades se revisó que los modelos y procedimientos de la ECC cumplen con los requisitos regulatorios; en concreto, los relacionados con el marco definido por el EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*). Adicionalmente, la CNMV autorizó la compensación de contratos de permuta de tipos de interés (IRS, por sus siglas en inglés) en nuevas divisas distintas del euro (dólar estadounidense, libra esterlina, franco suizo, dólar canadiense, corona danesa, corona noruega y corona sueca). Esta autorización fue la primera llevada a cabo en la UE bajo el nuevo procedimiento de autorizaciones aceleradas contemplado en el marco revisado del EMIR (EMIR 3.0), en vigor desde diciembre de 2024.

Asimismo, en octubre de 2025 BME Clearing fue declarada por el Eurosistema como ECC elegible para la facilidad de crédito *overnight* establecida para ECC de la UE, como fuente de liquidez de último recurso. Para ello, la CNMV colaboró aportando la información necesaria al Banco de España y al Eurosistema. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la elegibilidad no implica la concesión de créditos de forma automática, sino que el Eurosistema verifica determinadas condiciones de solvencia de la ECC solicitante del crédito.

En cuanto a magnitudes de riesgo de BME Clearing, el total de garantías iniciales exigidas en 2025 aumentó un 30,4% respecto a su valor de 2024, considerando valores promedio. Esto se debió en su mayor parte al efecto precio del IBEX 35 y de los principales subyacentes de renta variable, así como al aumento de la actividad en el segmento de renta variable.

En relación con la liquidación de valores, el depositario central de valores, Iberclear, y sus entidades participantes llevaron a cabo en marzo de 2025, de manera ordenada y segura, la eliminación de la obligación de notificar operaciones al denominado PTI (*Post-Trade Information System*). Esta eliminación se hizo con el fin de armonizar los procesos de poscontratación en España con los estándares europeos, permitir la transición a T+1 (prevista para octubre de 2027) y hacer más atractivo el mercado de valores español. En el ámbito de la transición del ciclo de liquidación a T+1, cabe destacar trabajos coordinados por Iberclear en el ámbito nacional, que dieron lugar a dos documentos de especial interés: *T+1 Playbook* y *T+1 Roadmap*²⁴.

Otro hito relevante de 2025 en el ámbito de la liquidación de valores fue la habilitación de la práctica del préstamo de valores a las instituciones de

²⁴ Véanse [playbook-proyecto-t1-reduccion-del-ciclo-de-liquidacion-es.pdf](#) y [Presentación del Roadmap de T+1 de BME | BME Bolsas y Mercados Españoles](#).

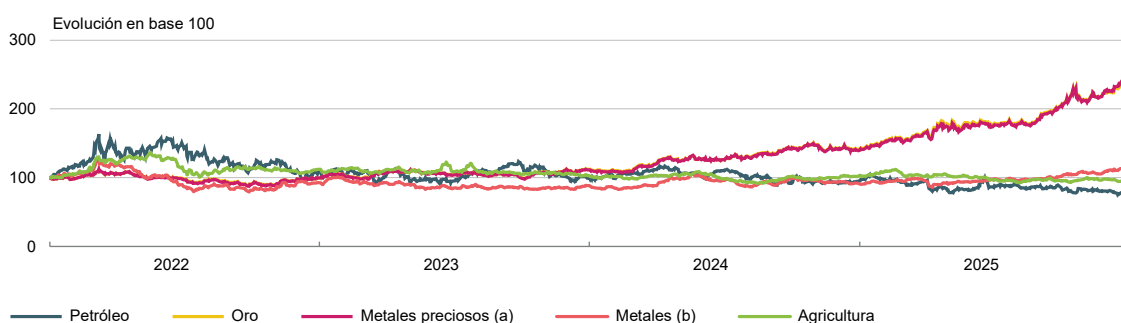
inversión colectiva (IIC) de carácter financiero. Esta opera desde octubre de 2025, tras la publicación de la Orden ECM/1155/2025.

Finalmente, la actividad de liquidación experimentó en 2025 un aumento respecto a 2024. Esto fue así tanto en términos de número de operaciones (1,05 %) como en términos de efectivo (15,87 %). Las ratios de eficiencia en la liquidación siguieron siendo muy altas: del 95,3 % en términos de volumen (93,8 % en 2024) y del 98,3 % en efectivo (97,5 % en 2024). La principal causa de fallidos fue la falta de valores en el momento de la entrega de estos.

Mercados de materias primas y divisas

A excepción de los metales preciosos y los industriales, los precios de las materias primas experimentaron oscilaciones a lo largo de 2025 dentro de una tendencia general bajista. Esta evolución respondió al crecimiento económico relativamente débil de muchas economías y a un exceso de oferta en algunas materias primas, como las energéticas. En estas últimas se produjo un descenso significativo del precio: el del petróleo retrocedió a causa de un exceso de oferta y de la reducción de la demanda por parte de China; el del gas lo hizo algo menos, ante una elevada producción y una demanda moderada por la mayor utilización de energías renovables, y los precios de la electricidad cayeron con fuerza en primavera, tras subir en los primeros dos meses del año. Los precios de las materias primas agrícolas también experimentaron una disminución a causa de grandes cosechas en cultivos clave, como los cereales y la soja. Por el contrario, como se ha indicado previamente, los metales industriales experimentaron un aumento de sus precios, impulsados por la evolución del cobre y el aluminio, muy demandados en los sectores de renovables. Fue especialmente destacable el encarecimiento de los metales preciosos, que, en momentos determinados, pudo responder a su papel como activo refugio, pero en el que otros factores, como la

Gráfico 3.2.3 Evolución del precio de las principales materias



FUENTE: Refinitiv Datastream.

a Metales preciosos: oro, plata y platino.

b Metales: aluminio, cobre, zinc, níquel y plomo.

depreciación del dólar o su uso como activo de cobertura, también desempeñaron un papel relevante.

Al contrario de lo ocurrido en el año anterior, tanto el euro como las principales divisas se apreciaron respecto al dólar en 2025. El euro lo hizo un 13,4 %, situándose su tipo de cambio en 1,1746 USD/EUR al cierre del ejercicio, frente a 1,0357 USD/EUR al comienzo. El tipo de cambio máximo se registró en septiembre (1,1868 USD/EUR), mientras que el mínimo correspondió al mes de enero (1,0245 USD/EUR). La libra esterlina (GBP), por su parte, se apreció un 7,6 %, pasando su tipo de cambio de 1,2518 USD/GBP a 1,3475 USD/GBP al cierre del año, mientras que el yen japonés lo hacía solamente un 0,1 %. A su vez, las principales divisas latinoamericanas, el real brasileño y el peso mexicano también vieron aumentado su valor frente al dólar.

3.3 Intermediación financiera no bancaria

La intermediación financiera no bancaria²⁵ (IFNB) continuó mostrando una expansión notable en 2025, por lo que la relevancia de sus activos en el conjunto del sistema financiero creció hasta porcentajes no observados desde antes de la crisis financiera global. Así, el agregado de todas las instituciones financieras no bancarias cerró 2025 con un volumen de activos ligeramente superior a 1,75 billones de euros, un 5 % más que en 2024. De este importe, que es ligeramente superior al PIB de la economía española, un 66,6 % correspondía a las denominadas «otras instituciones financieras», entre las que destacan los fondos de inversión, con casi 500 mm de euros en activos, y las instituciones financieras con actividad limitada²⁶, con más de 400 mm. Dentro del agregado de la IFNB, se puede utilizar una medida más restrictiva para evaluar aquellas entidades que forman parte de esta, denominada «medida estrecha», que acabó el ejercicio anterior con unos activos de 449 mm de euros, un 13 % por encima del importe de 2024. Con este avance, la relevancia de la medida estrecha de la IFNB se incrementó hasta el 7,8 % del conjunto del sistema financiero. Este porcentaje no es elevado en comparación con otras jurisdicciones de nuestro entorno²⁷, pero supone el valor más alto desde el año 2007, antes de la crisis financiera global (véase gráfico 3.3.1).

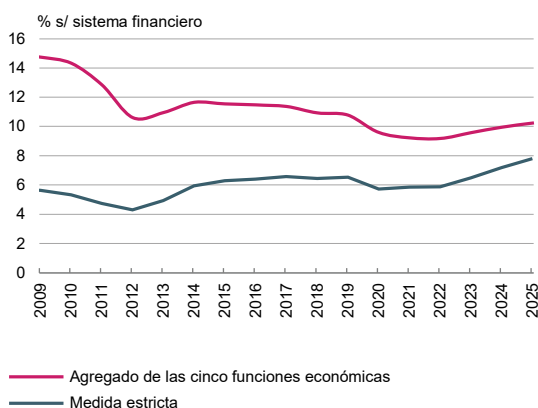
²⁵ La CNMV publica con carácter anual un informe detallado al respecto: *Monitor de la intermediación financiera no bancaria*.

²⁶ Comprende sociedades *holding* tenedoras de acciones de sociedades financieras y no financieras y entidades con fines específicos, así como las sociedades instrumentales emisoras de valores filiales de instituciones financieras

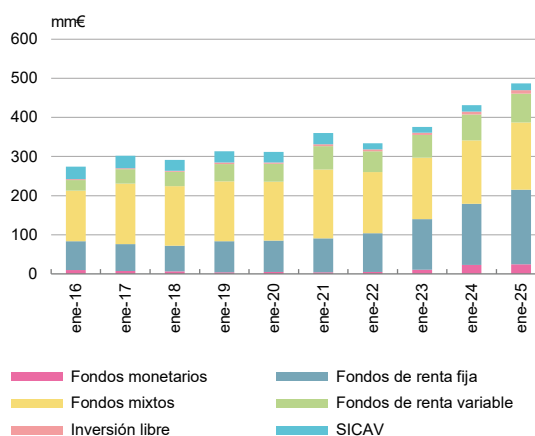
²⁷ Según el último informe publicado por el FSB con datos correspondientes a 2024, la medida estrecha de la IFNB en las economías avanzadas se situaba, en términos agregados, en el 15,9 % del sistema financiero total. Si se realiza la comparación con países de nuestro entorno, este porcentaje se situaba, en su mayoría, alrededor del 10 % (en Italia era del 10,1 %, en Francia del 8,6 % y en Alemania del 11 %). Véase FSB. (2024). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024*, de 16 de diciembre.

Gráfico 3.3.1 Intermediación financiera no bancaria (2025)

1 Peso relativo de la IFNB



2 Activos de las IIC



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

NOTA: Forman parte de la IFNB todos los tipos de IIC representadas en el gráfico, excepto los fondos de renta variable.

Esta última magnitud —la IFNB en su medida estrecha— se obtiene a partir de los activos financieros de las entidades cuya actividad puede generar riesgos de naturaleza similar a la de los bancarios, según la pertenencia a una de las cinco funciones económicas (FE) definidas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés)²⁸. La mayor parte de los fondos de inversión, las titulizaciones, los establecimientos financieros de crédito y algunos intermediarios financieros, como las sociedades de valores, forman parte de estas funciones. Además, se excluyen los activos de las entidades que consolidan dentro de los grupos bancarios. En el caso español, los activos de la IFNB se explican de forma mayoritaria —más que en otras jurisdicciones de nuestro entorno— por las entidades de la primera función económica, que está formada, en esencia, por diferentes tipologías de IIC²⁹.

Los activos pertenecientes a la medida estrecha de la IFNB se situaron en España —como se ha mencionado— en 449 mm de euros³⁰. El 92 % de este importe correspondía a entidades de la función económica 1 —determinadas

²⁸ Estas funciones son (FE1) vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos; (FE2) concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo; (FE3) intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo; (FE4) entidades que realizan una actividad de facilitación a la creación de crédito, y (FE5) intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Para un mayor detalle, véase FSB. (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, de 29 de agosto.

²⁹ Forman parte de la IFNB todas las IIC de carácter financiero, a excepción de los fondos de inversión de renta variable. De los vehículos pertenecientes a la IFNB, a finales de 2025 el 93,4 %, en términos patrimoniales, eran armonizados (cumplían con la normativa UCITS), mientras que el restante 6,6 % eran no armonizados (fondos de inversión alternativa).

³⁰ En esta medida estrecha no se incluyen los activos de las entidades que, aunque cumplen con la definición de una de las cinco funciones económicas, consolidan en grupos bancarios. Sin esta eliminación, el conjunto de activos ascendería a 589 mm de euros.

IIC—, lo que da una idea de lo relevantes que son estas instituciones en el ámbito de la IFNB. Esta proporción, además, ha mostrado una tendencia creciente desde 2010, cuando rondaba el 60 % de la IFNB, y se explica tanto por el aumento del patrimonio gestionado de las IIC como por la contracción de las titulizaciones de activos, que fueron muy importantes, sobre todo entre 2008 y 2011. En la actualidad, las titulizaciones —que se enmarcan en la función económica 5— apenas representan el 5,6 % de los activos de la IFNB, mientras que el 2,4 % restante se reparte entre entidades de las otras tres funciones económicas³¹.

La evaluación de riesgos en el ámbito de los fondos de inversión no revela situaciones de vulnerabilidad importantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. La mayor parte de los análisis de riesgos que se realizan dentro del marco de la IFNB se llevan a cabo sobre estas instituciones, habida cuenta de su relevancia en este agregado, y valoran diferentes parcelas de riesgo —que se detallan a continuación—, entre las que destacan el nivel de apalancamiento de estas instituciones y la estimación de sus activos líquidos. La cuantificación de los activos líquidos es crucial para conocer la resistencia de los fondos ante situaciones en las que se requiera un nivel elevado de liquidez, como un aumento excepcional de los reembolsos de los partícipes o un aumento de garantías, o *margin calls*, derivado de su posición en derivados. También es importante seguir otras fuentes de riesgo relacionadas con la cartera de renta fija (como, por ejemplo, el riesgo de crédito o la duración de dichas carteras), en cuanto que describe la sensibilidad de estas ante movimientos de tipos de interés. La evaluación de riesgos se completa con pruebas de resistencia y con análisis específicos para valorar el grado de interconexión entre los propios fondos de inversión.

La estimación del apalancamiento³² de las IIC incluidas en la medida estrecha de la IFNB revela que la exposición al riesgo de mercado de estas instituciones sigue muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación. Se evalúa el apalancamiento sintético (a través de derivados) de estas entidades, pues el apalancamiento financiero (endeudamiento) está muy restringido por la regulación³³. De esta forma, el análisis de las IIC pertenecientes a la IFNB muestra que la exposición bruta³⁴ al riesgo de mercado suponía al

³¹ Si se analizan las entidades que cumplen con la definición de cada una de las distintas funciones económicas sin descontar aquellas que consolidan dentro de un grupo bancario, la relevancia de la FE1 seguiría siendo la más importante, pero su peso se reduciría hasta el 70 %, mientras que el de la FE5 ascendería del 20 %. Este hecho se debe al elevado porcentaje de las titulizaciones que consolidan en grupos bancarios.

³² La evaluación del apalancamiento y de la liquidez se realiza para los fondos de inversión (FI) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) pertenecientes a la IFNB, excluyendo las IIC de inversión libre por su escasa relevancia en el total (en torno al 2 % de la FE1).

³³ La Directiva 2009/65/CE, conocida como Directiva UCITS, limita el endeudamiento financiero máximo al 10 % del patrimonio y solamente se permite recurrir a este endeudamiento de forma temporal para resolver dificultades transitorias de tesorería.

³⁴ El cálculo de la exposición bruta, que utiliza una metodología propuesta por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), se realiza a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, realizando un ajuste por la delta en el caso de las opciones.

cierre de 2025 el 15,7 % del patrimonio, un porcentaje ligeramente superior al de 2024 (14,4 %), mientras que la exposición neta alcanzaba únicamente el 8 %³⁵ del patrimonio (7,8 % en 2024). En consecuencia, con la información disponible, no se observan vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa, estando muy por debajo del máximo permitido (100 % del patrimonio).

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles eran satisfactorias en 2025, aunque se apreció una ligera disminución de los activos considerados de mayor liquidez. Para evaluar los activos de mayor liquidez se realiza un doble cálculo dentro del marco conocido como HQLA (*high-quality liquid assets*). Por un lado se calcula la ratio de activos líquidos de muy alta calidad (HQLA de nivel 1), que incluye los valores considerados completamente líquidos³⁶, y, por otro, una ratio que añade al cociente anterior porcentajes variables de otros valores de liquidez media o alta (HQLA de nivel 2)³⁷.

Así, la ratio HQLA de nivel 1 se situó para el conjunto de vehículos en el 23 % a finales de 2025, frente al 29 % de 2024. Este descenso, más acusado en los fondos de renta fija³⁸ (véase gráfico 3.3.2), se debió, en gran medida, a la disminución de los activos de deuda pública en cartera en favor de la deuda privada³⁹. Por su parte, la valoración de la liquidez bajo una métrica menos restrictiva (HQLA de nivel 2) dio lugar a una proporción notable de activos líquidos, que se redujo en 2025 desde el 60,8 % hasta el 57,6 %. El descenso fue leve, de entre 1 pp y 3 pp para la mayoría de las categorías, a excepción, de nuevo, de los fondos de renta fija. En todas las categorías de fondos, la estimación de activos líquidos bajo esta metodología se situaba por encima del 50 % de la cartera, que es una proporción verdaderamente alta⁴⁰.

La distribución individual de los niveles de liquidez de los distintos vehículos revela que la mayor parte de los fondos de inversión tenían un valor de la ratio HQLA de nivel 2 por encima del 40 %. Este era el caso de un 89,7 % de los fondos mixtos, un 93,5 % de los de renta fija y un 89,6 % de las SICAV⁴¹.

³⁵ Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso (el 94 % del total), que calcula la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y establece unas reglas para compensar posiciones largas y cortas. La exposición neta aumentaría hasta el 17,3 % si se incluyera una estimación de la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

³⁶ Los activos incluidos en el nivel 1 del HQLA son el efectivo, los depósitos y la deuda pública de alta calidad.

³⁷ El HQLA de nivel 2 incluye, además de los activos pertenecientes al nivel 1, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Además, se ha cuantificado también la ratio HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, con el fin de mejorar la precisión de esta métrica.

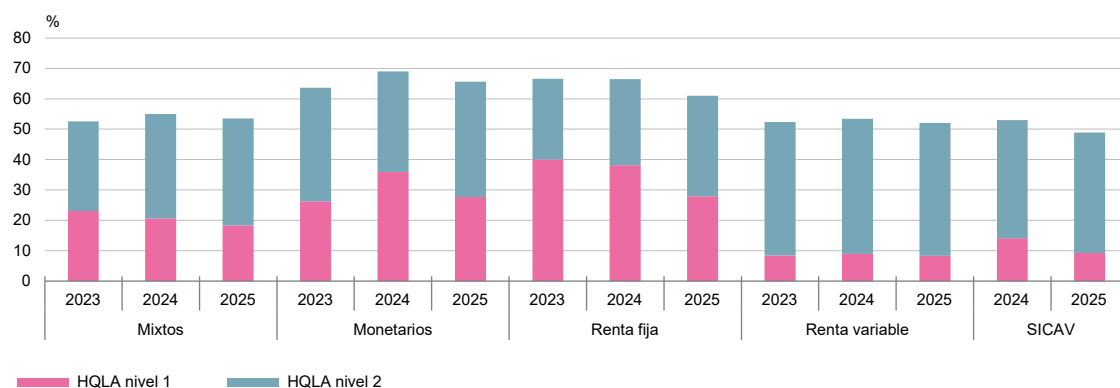
³⁸ Incluye fondos de renta fija y garantizados de renta fija.

³⁹ Entre 2024 y 2025, el peso de la deuda pública pasó del 44,2 % al 40 %, mientras que el de la deuda privada lo hizo del 42,7 % al 47,5 %.

⁴⁰ A modo de referencia, durante el mes de marzo de 2020 (crisis del COVID-19) la categoría de fondos de renta fija fue la que experimentó los mayores reembolsos por parte de los partícipes, que ascendieron, en términos netos, al 3,5 % de su patrimonio.

⁴¹ En el caso de los fondos monetarios, todos tenían un porcentaje de activos líquidos por encima del 60 %.

Gráfico 3.3.2 HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión correspondientes a la FE1 (2025) (a)



FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Se incluyen únicamente los fondos de inversión que pertenecen a la medida estrecha de la IFNB.

En cambio, aunque en una proporción muy baja, existen algunos vehículos cuya proporción de activos líquidos se situaba por debajo del 20 %, entre el 0,6 % del patrimonio de las SICAV y el 2,5 % de los fondos mixtos⁴².

El análisis detallado de la cartera de los activos de renta fija de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB revela que a finales de 2025 la calidad crediticia era elevada, y la duración modificada⁴³, moderada. Así, la calificación crediticia del 91,4 % del valor de la cartera de renta fija era de alta calidad (*investment grade*: BBB o superior) a finales de 2025, apenas 9 décimas menos que un año antes. El 19,5 % de esta cartera correspondía a calificaciones AA o AAA. Como puede observarse en el panel 2 del gráfico 3.3.3, el valor de los activos con una calificación de *investment grade* oscilaba entre el 89,5 % de los fondos mixtos y el 99 % de los fondos monetarios. Por su parte, la duración modificada de los vehículos de inversión de la FE1 al cierre del año era de 1,9 (1,8 en 2024), después de haber experimentado un descenso significativo entre 2021 y 2023⁴⁴. Casi todos los fondos mostraban duraciones relativamente bajas: así, alrededor del 75 % de los fondos mixtos (en términos de patrimonio) mostraban una duración modificada inferior a 3, porcentaje que aumentaba hasta casi un 80 % en el caso de los fondos de renta fija (véase gráfico 3.3.3, panel 2).

Los vehículos de inversión libre, que gozan de una mayor flexibilidad en la política de inversiones que el resto de las IIC, tienen un peso relativo muy bajo dentro del grupo de fondos que se consideran en esta medida de la

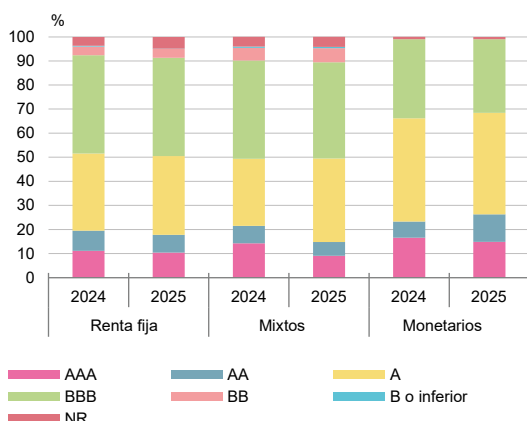
⁴² En algunos casos, como en la mayor parte de los fondos mixtos y de las SICAV, el reducido nivel de la ratio HQLA se explica por inversiones en algunas (pocas) IIC de cuya cartera no se tiene información; en consecuencia, se considera nula su liquidez. En otros casos, como en los fondos de renta fija, la razón principal es la inversión en activos de renta fija *high yield* (calidad crediticia BB o inferior).

⁴³ La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 pb de los tipos de interés.

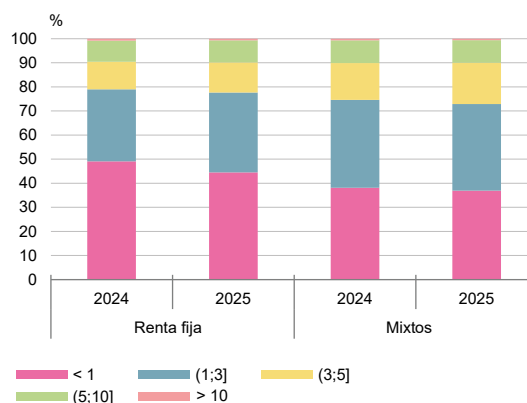
⁴⁴ En 2021, la duración modificada fue de 2,7, mientras que en 2022 fue de 2,3.

Gráfico 3.3.3 Análisis de la cartera de renta fija de los fondos de inversión (2025)

1 Calificación crediticia



2 Duración modificada (a)



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a No se incluyen los fondos monetarios, ya que casi la totalidad de su cartera de renta fija tiene una duración inferior a un año.

IFNB, del 2%, por lo que los riesgos asociados a la estabilidad financiera son, a priori, reducidos. Aun así, son objeto de monitorización permanente por parte de la CNMV, debido, precisamente, a la flexibilidad mencionada, en la medida en que esta pueda dar lugar a ciertas vulnerabilidades. La valoración general que se hace de las condiciones de liquidez y de apalancamiento de estos vehículos es satisfactoria si se consideran las exposiciones directas. En materia de apalancamiento, por ejemplo, la exposición de los vehículos de inversión libre a instrumentos derivados es reducida⁴⁵ desde un punto de vista de valoración de riesgos e inferior a la de sus homólogos europeos. Sin embargo, existe un elemento importante que hace más compleja una evaluación más precisa de los riesgos de estas instituciones y que tiene que ver con la inversión de una parte muy importante de su cartera en otras IIC, tanto abiertas como cerradas, inversión que introduce apalancamiento de forma indirecta y que, posiblemente, empeora la liquidez⁴⁶. En 2025, esta inversión suponía el 52,4 % de la cartera, muy por encima de la inversión directa en acciones (19,3 %) o en valores de renta fija (16,2 %). De esta inversión en otros fondos o sociedades, un 64,3 % correspondía a vehículos de inversión alternativa⁴⁷, la mayor parte de los fondos de inversión libre o entidades de capital riesgo registrados fuera de nuestro país.

⁴⁵ Según los datos reportados en los modelos de información del Reglamento de la AIFMD (*Alternative Investment Fund Managers Directive*), el apalancamiento bruto de los fondos de inversión libre y sociedades de inversión libre gestionados por gestoras españolas alcanzó el 10,9 % del patrimonio al cierre de 2025. Este importe no incluye el apalancamiento indirecto como consecuencia de la inversión en otras IIC.

⁴⁶ Dada la naturaleza de los vehículos de inversión libre, es razonable suponer que una parte notable de sus inversiones indirectas se realicen en otros vehículos de inversión libre —que, a nivel europeo, presentan un apalancamiento elevado— o en entidades de capital riesgo —que, por su naturaleza, son menos líquidos—.

⁴⁷ Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD, por sus siglas en inglés).

Para un mayor control de la gestión del riesgo de liquidez, la CNMV realiza semestralmente pruebas de resistencia (test de estrés), una herramienta utilizada por los supervisores para comprobar la fortaleza de las entidades ante escenarios muy adversos. Este ejercicio evalúa el riesgo conocido como *liquidity mismatch* y se realiza sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS siguiendo una metodología propuesta por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) (en el marco de trabajo de STRESSI)⁴⁸, ampliada posteriormente por la CNMV⁴⁹. Los últimos resultados, con datos de diciembre de 2025, prolongan la valoración de resistencia del sector a los escenarios planteados, pues tan solo en el escenario de perturbaciones (*shocks*) más extremo⁵⁰ se identifican algunos fondos que podrían experimentar problemas de liquidez. En concreto, habría un total de 12 fondos para los que la ratio de liquidez estimada es inferior al volumen potencial de reembolsos. Cabe precisar que, en la mayor parte de estos casos, la ratio de liquidez es reducida porque se trata de vehículos que invierten mayoritariamente en otras IIC, cuyas carteras se desconocen⁵¹.

En el ámbito internacional continuaron los trabajos para evaluar y reducir los riesgos de liquidez que emanan de la actividad de los fondos de inversión.

Por una parte, la IOSCO, a través de su Comité 5 de Gestión de Activos, publicó en mayo de 2025 la revisión de sus recomendaciones sobre gestión del riesgo de liquidez en las IIC, junto con unas directrices para guiar a las autoridades en su aplicación práctica. Esta revisión persigue alinear las recomendaciones de la IOSCO con las recomendaciones del FSB sobre el riesgo de desajuste de liquidez en el ámbito de la gestión de inversiones (revisadas en 2023). Los aspectos más destacados de ambas revisiones son los siguientes: i) la categorización de los fondos de inversión en función de la liquidez de sus activos, y ii) el fomento del uso de herramientas de gestión de la liquidez, en especial de las antidilutivas.

En esta línea, a final de año se constituyó un grupo de trabajo, en el que participa la CNMV, con el objeto de analizar e identificar las métricas más adecuadas para medir de forma consistente el riesgo de liquidez en el ámbito de las IIC abiertas. El trabajo de este grupo servirá de base para los ejercicios futuros de valoración del grado de cumplimiento de las recomendaciones revisadas.

Siguiendo con los trabajos en el área internacional, cabe destacar las iniciativas del FSB encaminadas a identificar y mitigar los riesgos de las entidades de la IFNB. En julio de 2025, este organismo publicó un informe sobre el apalancamiento en este ámbito⁵², en el que se analizan los riesgos que puede ocasionar a la estabilidad

⁴⁸ ESMA. (2019). *Stress simulation for investment funds*.

⁴⁹ Javier Ojea-Ferreiro. (2020). "Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión". *Boletín de la CNMV*, trimestre II.

⁵⁰ Este escenario es, dependiendo de la vocación, hasta tres veces más severo que el registrado en la peor semana de marzo de 2020.

⁵¹ Esto hace que el nivel de liquidez, calculado mediante la ratio HQLA, sea prácticamente cero.

⁵² *Leverage in Nonbank Financial Intermediation: Final report*.

financiera y se hacen unas recomendaciones a las autoridades competentes. A este respecto, el documento recomienda a las autoridades lo siguiente: i) que cuenten con un marco nacional para hacer un seguimiento de los riesgos generados por el apalancamiento de las entidades dedicadas a la IFNB, y ii) que seleccionen, diseñen y calibren medidas para abordar los riesgos identificados.

Vinculado con este objetivo, aunque con un alcance más amplio, el FSB publicó, también en julio de 2025, un plan de trabajo para abordar los desafíos que suponen las limitaciones de datos en el ámbito de la IFNB⁵³. Para llevarlo a cabo, se creó un grupo de trabajo de alto nivel, el *Nonbank Data Task Force* (NDTF), para contribuir a la consecución de dicho plan.

Aunque la CNMV no participó directamente en los mencionados trabajos del FSB, sí lo ha hecho indirectamente a través de colaboraciones con la IOSCO. En este sentido, mediante el C5 de la IOSCO, participó en un caso de estudio sobre estrategias apalancadas en deuda soberana por parte de *hedge funds*. Asimismo, como ya se ha mencionado anteriormente, la CNMV participa en un grupo de trabajo sobre medidas de desajuste de liquidez en el ámbito de las IIC abiertas. Este trabajo se coordinará con el NDTF del FSB y servirá para analizar el grado de cumplimiento de las recomendaciones revisadas del FSB y de la IOSCO sobre el riesgo de liquidez.

3.4 Aseguradoras y fondos de pensiones

El sector asegurador y de pensiones en España operó durante el ejercicio 2025 en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre macroeconómica y la persistencia de tensiones geopolíticas, configurando un escenario especialmente exigente para la gestión de riesgos. Dichas tensiones internacionales continuaron alimentando la volatilidad en los mercados financieros, con efectos de segunda ronda sobre el crecimiento económico y la estabilidad de los mercados de capitales. Este contexto reforzó la necesidad de que las entidades aseguradoras y gestoras de fondos de pensiones fortalecieran su resiliencia operativa y financiera.

Desde la perspectiva supervisora, la preocupación se centró en el impacto potencial de estos riesgos sobre la estabilidad financiera del sector. En particular, el foco se centró en los efectos que un escenario macrofinanciero adverso podría tener sobre la solvencia, la calidad de los activos y la posición de liquidez de las entidades aseguradoras y de los fondos de pensiones.

El sector asegurador español demostró en 2025 una elevada resiliencia y capacidad de adaptación al entorno. Las entidades ajustaron sus modelos de

⁵³ FSB Workplan to Address Nonbank Data Challenges.

negocio, reforzaron su capacidad de absorción de pérdidas y mantuvieron una visión prudente y de largo plazo, especialmente relevante en el ramo de vida y en el ámbito de pensiones.

El nivel de solvencia del sector se mantuvo holgadamente por encima de los requisitos regulatorios. En este contexto, el sector asegurador español registró en 2025 una ratio de solvencia del 238 %, estable respecto al ejercicio anterior, lo que pone de manifiesto su robustez en un entorno marcado por una elevada incertidumbre geopolítica. Esta evolución estuvo determinada fundamentalmente por el comportamiento de los fondos propios y del requerimiento de capital de solvencia, que experimentaron incrementos del 7,9 % y del 8 %, respectivamente.

La evolución de los fondos propios estuvo condicionada principalmente por el comportamiento de las inversiones y de las provisiones técnicas. Estas últimas experimentaron un crecimiento del 4,2 %, como consecuencia del aumento del volumen de negocio del sector asegurador en un entorno favorable para la contratación de productos de seguros, especialmente aquellos orientados al ahorro. Este contexto vino marcado por la contención de la inflación y por el cambio en la pendiente de la curva de tipos a corto plazo.

El aumento de las provisiones técnicas tuvo un efecto reductor sobre los fondos propios, si bien este impacto se vio compensado por el crecimiento de las inversiones. En particular, las inversiones aumentaron un 5,2 %, fundamentalmente como resultado de la canalización de los recursos captados, lo que permitió mitigar el efecto del mayor volumen de provisiones sobre la posición de capital.

En conjunto, el crecimiento del negocio y su rentabilidad contribuyeron al mantenimiento de una posición de solvencia sólida. El aumento del volumen de actividad, junto con el mayor retorno de las inversiones, impulsó el crecimiento de los fondos propios, reforzando así la solidez y la solvencia del sector.

La rentabilidad del sector evolucionó de forma positiva en 2025, consolidando la recuperación iniciada en ejercicios anteriores. Tras un prolongado período de tipos de interés extraordinariamente bajos y los efectos del repunte inflacionario observado en años previos, el entorno macroeconómico —caracterizado por una moderación de la inflación y una normalización gradual de la política monetaria— contribuyó a mejorar los márgenes técnicos y financieros. Esta evolución fue especialmente significativa en los ramos de seguros generales y en el ramo de vida, particularmente en el segmento de vida ahorro.

Los resultados técnicos y financieros mostraron una mejora generalizada, con especial dinamismo en los ramos de seguros generales y vida. En los seguros generales, el crecimiento de las primas devengadas brutas (7,5 %), junto con una tarificación más ajustada al riesgo y una gestión más eficiente de los costes, permitió mantener ratios combinadas (siendo la ratio combinada igual al

cociente entre los siniestros y los gastos sobre las primas imputadas) en niveles compatibles con una rentabilidad sostenible. En concreto, la ratio combinada se situó en el 90,5 % en 2025, con una reducción de 0,4 pp respecto al ejercicio anterior, pese al aumento de la siniestralidad asociada a fenómenos climáticos y a mayores costes de reparación. En el ramo de vida, el nivel de los tipos de interés, junto con el cambio de la pendiente de la curva, favoreció la comercialización de productos de ahorro a largo plazo, impulsando los ingresos financieros y reforzando la contribución de este segmento al resultado agregado del sector. En este contexto, las primas devengadas brutas crecieron un 22,3 % y el resultado técnico-financiero sobre provisión matemática se situó en el 1,5, estable respecto a 2024.

El resultado financiero constituyó uno de los principales motores de la rentabilidad del ejercicio. El incremento del volumen de primas y de las provisiones técnicas amplió la base sobre la que se generan los rendimientos financieros, contribuyendo a fortalecer los resultados sin un aumento significativo del nivel de riesgo asumido. No obstante, el sector continuó expuesto a la volatilidad de los mercados financieros y a posibles ajustes en las valoraciones de los activos.

Desde un enfoque macroprudencial, la combinación de una elevada solvencia y una sólida rentabilidad refuerza la resiliencia del sector asegurador. Esta fortaleza permite al sector desempeñar un papel estabilizador dentro del sistema financiero español; no obstante, la evolución favorable no está exenta de desafíos. El aumento de la competencia en determinados ramos, la presión sobre los márgenes en productos de ahorro garantizados, la creciente exposición a activos menos líquidos y las exigencias regulatorias en materia de sostenibilidad y gobernanza hacen necesario que las entidades mantengan una estrategia de gestión de riesgos rigurosa y de carácter prospectivo.

Por su parte, el sistema de planes y fondos de pensiones en España mostró en 2025 una evolución positiva en sus principales indicadores de patrimonio y participación, consolidando la tendencia de crecimiento observada en ejercicios anteriores. La cuenta de posición del sistema se situó en 138.011 millones de euros, lo que supuso un aumento del 5 % respecto al año anterior. De este importe, 40.826 millones de euros correspondieron a planes de pensiones de empleo (30 % del total), mientras que 97.185 millones se atribuyeron a planes de pensiones individuales y asociados (70 %).

La dinámica de aportaciones y prestaciones reflejó un comportamiento heterogéneo entre los distintos ámbitos del sistema. Las aportaciones realizadas en 2025 ascendieron a 3.303 millones de euros, mientras que las prestaciones satisfechas, también en aumento, alcanzaron los 3.673 millones de euros. La comparación entre ambas magnitudes pone de manifiesto que el sistema no generó ahorro neto positivo en el agregado; sin embargo, este resultado se vio compensado por la evolución favorable de los mercados y la rentabilidad

positiva del ejercicio (6,01 %). Este comportamiento agregado respondió a la distinta evolución de los dos ámbitos que integran el sistema. Así, mientras que en el sistema individual las prestaciones superaron a las aportaciones —con 1.605 millones de euros de aportaciones, frente a 2.284 millones de euros de prestaciones—, en el sistema de empleo se registró un saldo positivo en términos de ahorro —con 1.699 millones de euros en aportaciones, frente a 1.389 millones de euros en prestaciones—.

La concentración en el sector asegurador español se consolidó en 2025 como una tendencia estructural relevante. En concreto, las cinco primeras entidades del ramo de vida concentran el 61,8 % de las primas y el 60,5 % de las provisiones de vida, mientras que las cinco primeras entidades de seguros generales concentraron el 42 % de las primas de este segmento.

En los últimos años se ha observado una reducción progresiva del número de aseguradoras operativas en España. Esta evolución ha estado vinculada principalmente a procesos de integración, fusiones, ceses de actividad y reordenaciones corporativas. Si bien el mercado español continúa contando con un número elevado de entidades, la actividad aseguradora se concentra de forma creciente en un grupo reducido de entidades de gran tamaño, que absorben una proporción muy significativa del volumen total de negocio.

El aumento de la concentración respondió a factores regulatorios, tecnológicos y de rentabilidad. Entre las principales causas destacaron el incremento de los requisitos regulatorios en materia de solvencia, gobernanza y reporte, el aumento de los costes asociados a la digitalización y a las exigencias en materia de sostenibilidad, y la necesidad de alcanzar una escala suficiente para preservar la rentabilidad en un entorno caracterizado por una mayor volatilidad financiera. Estos factores han afectado de manera más intensa a las entidades de menor tamaño, acelerando su salida del mercado o su integración en grupos de mayor dimensión.

Desde una perspectiva macroprudencial, la creciente concentración presenta implicaciones relevantes para la estabilidad financiera. Por un lado, los grandes grupos aseguradores suelen mostrar una mayor capacidad de absorción de pérdidas, una diversificación más amplia de riesgos y un mejor acceso a los mercados financieros, lo que puede reforzar su resiliencia a nivel individual. Por otro, un mayor grado de concentración incrementa la importancia sistémica de un número reducido de entidades, de modo que eventuales dificultades en alguna de ellas podrían generar efectos relevantes sobre el conjunto del sector y, potencialmente, sobre el sistema financiero en su conjunto.

En este contexto, la evolución de la estructura del mercado refuerza la necesidad de un enfoque equilibrado entre eficiencia, competencia y estabilidad financiera. La concentración observada en el sector asegurador español subraya la importancia de fortalecer los marcos de supervisión y de

análisis macroprudencial, con el objetivo de anticipar y mitigar los riesgos potenciales derivados de una estructura de mercado cada vez más concentrada.

La interconexión entre el sector bancario y el asegurador constituye una característica estructural del sistema financiero español y un ámbito relevante de seguimiento desde la óptica de la estabilidad financiera. Este vínculo se manifiesta tanto a través del modelo de bancaseguros como mediante exposiciones financieras cruzadas y una participación conjunta en mercados de financiación alternativa, lo que incrementa la complejidad del sistema y amplía los posibles canales de transmisión de riesgos.

El modelo de bancaseguros presenta una presencia significativa en España. Un número relevante de entidades aseguradoras se encuentra integrado en grupos bancarios y una parte sustancial del sector mantiene vínculos accionariales o estratégicos con entidades de crédito. Como resultado, este modelo concentra aproximadamente el 38 % del negocio asegurador total y cerca del 67 % del negocio de vida, segmento en el que el canal bancario desempeña un papel claramente dominante.

Este grado de integración implica que la banca no actúa únicamente como canal de distribución. En la práctica, las entidades de crédito ejercen un control significativo sobre una parte sustancial del negocio asegurador, especialmente en productos de vida-ahorro y vida-riesgo, que presentan una elevada sensibilidad a las condiciones financieras, a la evolución de los tipos de interés y a la confianza de los clientes.

Desde una perspectiva macroprudencial, la interconexión entre banca y seguros puede amplificar los efectos de *shocks* adversos. Este riesgo resulta especialmente relevante en contextos de tensión de liquidez o de elevada volatilidad financiera, en los que los canales de contagio entre los distintos sectores financieros pueden intensificarse.

En el caso español, la elevada vinculación entre banca y seguros podría actuar como canal de transmisión de perturbaciones. De este modo, tensiones en una parte del grupo financiero pueden trasladarse al conjunto, afectando tanto a la solvencia como a la liquidez de las entidades implicadas (véase también el capítulo 4, sobre interconexiones).

El peso sistémico del modelo de bancaseguros requiere una vigilancia continuada y una supervisión coordinada. Si bien este modelo ha demostrado ser eficiente desde un punto de vista operativo y comercial, resulta necesario mantener una gestión prudente de los riesgos compartidos y un enfoque supervisor coordinado que tenga en cuenta no solo los riesgos individuales de cada sector, sino también las interconexiones y los efectos de contagio que pueden materializarse en escenarios adversos. En este contexto, la supervisión de los conglomerados financieros aporta un valor añadido significativo, al permitir un análisis integrado de

las interconexiones, la monitorización conjunta de actividades y la concentración de riesgos, y al facilitar la detección de efectos de contagio, el control del arbitraje regulatorio y una visión consolidada de la solvencia, la liquidez y el gobierno del grupo.

Un elemento adicional de riesgo es el crecimiento del crédito privado y de la financiación alternativa. Este crecimiento se canaliza a través de fondos de deuda privada, vehículos de inversión especializados u otras estructuras propias del sistema financiero no bancario, en las que tanto bancos como aseguradoras participan de forma creciente, ya sea como originadores, inversores o financiadores indirectos.

La exposición de las entidades aseguradoras al crédito privado responde principalmente a la búsqueda de mayores niveles de rentabilidad y de activos con una duración más elevada. Este tipo de inversiones resultan atractivas en un entorno de tipos de interés cambiantes, pero conllevan riesgos relevantes de liquidez, valoración y gestión, al tratarse de instrumentos caracterizados por una menor transparencia, una escasa negociación en mercados secundarios y una elevada sensibilidad a deterioros rápidos del ciclo económico. Adicionalmente, estas exposiciones pueden generar interconexiones indirectas entre aseguradoras, bancos y fondos, incrementando la complejidad del sistema financiero y los potenciales canales de contagio.

La DGSFP ha identificado el crecimiento del crédito privado y de la financiación alternativa como un ámbito de seguimiento prioritario. En la actualidad, su presencia en el balance de las entidades aseguradoras es limitada, de alrededor del 2% del total de inversiones. No obstante, la DGSFP considera que estas inversiones pueden dar lugar a vulnerabilidades en los balances aseguradores, especialmente por las dificultades de valoración y la ausencia de precios observables, lo que incrementa el riesgo de correcciones abruptas con impacto en la solvencia.

Desde una perspectiva prudencial, se sigue prestando especial atención a los riesgos de liquidez asociados a estas exposiciones. La limitada profundidad de los mercados secundarios podría dificultar una desinversión ágil en escenarios de tensión, lo que lleva a la DGSFP a insistir en la necesidad de reforzar la vigilancia sobre la calidad crediticia de las inversiones, la concentración de exposiciones y la adecuada alineación entre el perfil de riesgo de los activos y la estructura de los compromisos asumidos. Todo ello con el objetivo de garantizar que los recursos de las entidades se destinen al cumplimiento de las obligaciones con los tomadores. En este contexto, la DGSFP subraya la importancia de una gestión prudente de activos y pasivos, que tenga en cuenta tanto el carácter a largo plazo del negocio asegurador como la posible materialización de riesgos en horizontes temporales más cortos de lo inicialmente previsto.

El reaseguro constituye un elemento clave en la gestión de riesgos del sector asegurador y en la preservación de la solvencia de las entidades.

A través del reaseguro se posibilita la transferencia de exposiciones significativas, se contribuye a estabilizar los resultados y se protege la solvencia frente a siniestros de elevada gravedad o frecuencia, favoreciendo además la absorción de perturbaciones y la sostenibilidad del negocio a largo plazo. En el marco de Solvencia II, su reconocimiento como mecanismo de mitigación del requerimiento de capital está condicionado a que la transferencia del riesgo sea real, efectiva y jurídicamente exigible.

A nivel europeo, la supervisión mantiene una atención reforzada sobre determinadas estructuras de reaseguro cuya eficacia en la transferencia del riesgo resulta limitada.

En particular, existen preocupaciones supervisoras respecto de esquemas que, pese a su configuración contractual, no trasladan de forma sustancial el riesgo fuera del balance de la entidad aseguradora, lo que puede dar lugar a una sobrestimación de su efecto mitigador y, en consecuencia, a una infravaloración del capital requerido. Estas cuestiones adquieren especial relevancia en presencia de mecanismos de reaseguro no tradicional, cláusulas contractuales restrictivas, acuerdos paralelos o cuando intervienen reaseguradores ubicados en jurisdicciones con marcos regulatorios menos exigentes. En este contexto, y sin perjuicio de que este tipo de operaciones presenten actualmente un carácter residual en España, la DGSFP viene desarrollando actuaciones orientadas a reforzar la transparencia, el análisis del riesgo de base y la supervisión de las operaciones más complejas, recordando que, de no cumplirse los criterios prudenciales exigidos, el reaseguro no puede computar como mitigador de capital.

La adecuada gestión de los riesgos climáticos y de sostenibilidad constituye un elemento relevante para la estabilidad financiera.

La materialización de estos riesgos puede dar lugar a pérdidas abruptas, deterioros significativos en el valor de los activos, incrementos de la siniestralidad y interrupciones económicas con efectos sistémicos. En el sector asegurador, una integración insuficiente de estos riesgos puede traducirse en una mayor volatilidad de los resultados, un aumento de los requerimientos de capital y una mayor probabilidad de tensiones de solvencia a medio y largo plazo, con posibles implicaciones macroprudenciales.

Desde esta perspectiva, la DGSFP considera prioritario avanzar en la integración transversal de los riesgos climáticos en el sector asegurador.

La DGSFP considera prioritario que las aseguradoras integren los riesgos climáticos y de sostenibilidad de forma transversal en su estrategia, su estructura de gobernanza y sus sistemas de gestión de riesgos, con el objetivo de reforzar la resiliencia del sector y preservar su capacidad de cumplir los compromisos asumidos con los asegurados en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre. En este marco, el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) y Agroseguro desempeñan un papel esencial como estabilizadores del sistema, al absorber riesgos climáticos de elevada gravedad que podrían comprometer

la solvencia de las entidades, contener el riesgo sistémico y mitigar los efectos macroeconómicos adversos derivados de la materialización de eventos extremos.

Las entidades aseguradoras contribuyen a la estabilidad financiera también desde una perspectiva preventiva y estructural. Esta contribución se materializa, por un lado, a través de su papel como inversores institucionales, al canalizar capital hacia actividades alineadas con criterios ASG y reducir los riesgos asociados a la transición hacia una economía más sostenible, y, por otro lado, mediante su actividad aseguradora propiamente dicha, a través del diseño de productos y políticas de tarificación que fomentan la prevención, la adaptación al cambio climático y la resiliencia de hogares y empresas. Esta doble función refuerza la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y mitiga la acumulación de riesgos ambientales con potencial impacto sistémico.

La digitalización, la IA y la ciberseguridad impulsaron la eficiencia y transformación del sector asegurador en 2025, pero también generaron riesgos relevantes desde una perspectiva macroprudencial. El creciente uso de soluciones basadas en IA y la mayor dependencia de proveedores tecnológicos críticos incrementan la concentración tecnológica y elevan el riesgo de fallos operativos y de ciberincidentes, con posibles efectos de contagio y pérdida de confianza en un entorno altamente interconectado. En este contexto, el reglamento DORA ha establecido un marco clave de resiliencia operativa digital que refuerza la gestión del riesgo TIC (tecnologías de la información y la comunicación), la supervisión de terceros y la capacidad del sector asegurador para resistir interrupciones severas, contribuyendo a la estabilidad financiera.

Durante 2025 se inició la transposición de la revisión del marco de Solvencia II —Directiva (UE) 2025/2— y de la directiva sobre recuperación y resolución de entidades aseguradoras y reaseguradoras —Directiva (UE) 2025/1—. La revisión de Solvencia II incorpora mejoras desde una perspectiva macroprudencial, al introducir un capítulo específicamente dedicado a estos riesgos, reforzar los requerimientos en materia de liquidez y otorgar al supervisor nuevas facultades, que le permitirán, en determinadas circunstancias, restringir el pago de dividendos e incluso suspender el rescate de pólizas por parte de los asegurados en situaciones excepcionales, con el objetivo de salvaguardar el interés colectivo de los tomadores y preservar la estabilidad financiera. Asimismo, las consideraciones macroprudenciales, y también los riesgos de sostenibilidad, adquieren un mayor peso en el proceso ORSA y en las decisiones de inversión, especialmente en el caso de las entidades de mayor dimensión.

La transposición de la Directiva (UE) 2025/1 permitirá reforzar el marco preventivo y de resolución del sector asegurador. En particular, contribuirá a mejorar el marco regulatorio relativo a los planes preventivos de recuperación, que deberán cubrir al 60 % del mercado y configurarse como herramientas eficaces para la prevención de situaciones de insolvencia, mediante la detección y corrección temprana de deterioros financieros. Asimismo, la directiva incorporará

al ordenamiento jurídico español un marco específico de resolución de aquellas entidades aseguradoras y reaseguradoras más relevantes para el sistema financiero y la economía en general, que se complementará con el sistema de liquidación gestionado por el CCS ya existente.

En 2025, la EIOPA llevó a cabo su quinto ejercicio de pruebas de resistencia sobre los fondos de pensiones de empleo a nivel europeo. El ejercicio tuvo como objetivo evaluar la resiliencia de los IORP frente a riesgos de liquidez en escenarios de mercado adversos, analizando su capacidad para hacer frente a necesidades de tesorería a corto plazo e identificando posibles vulnerabilidades en la gestión de liquidez. Para ello se aplicaron dos escenarios severos, pero plausibles, uno de subida y otro de bajada de tipos de interés, que incorporaban impactos simultáneos en tipos de interés, *spreads*, divisas y precios de los activos, así como penalizaciones por ventas forzadas. A nivel agregado, el sector mostró capacidad para afrontar las tensiones planteadas, si bien se identificaron retos relevantes, especialmente en el escenario de subida de tipos, debido a las elevadas demandas de liquidez asociadas a los instrumentos derivados. En el caso de España, los resultados fueron coherentes con la tendencia observada a nivel europeo, destacando igualmente el impacto de los derivados y una aplicación heterogénea de las herramientas de gestión de liquidez.

Recuadro 3.A Emisiones de deuda del sector bancario en España y en el conjunto del área del euro: estructura de inversores y costes de financiación

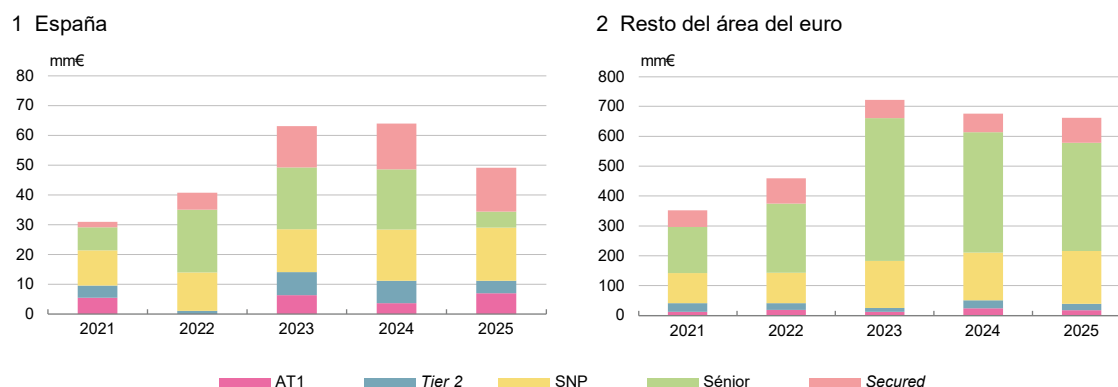
Las emisiones de deuda del sector bancario en los mercados financieros generan interconexiones relevantes con otros sectores financieros, dado que pueden ser adquiridas por diversos intermediarios financieros. Dada la renovada actividad registrada por las emisiones de deuda por parte del sector bancario desde 2021, en este recuadro se examinan las características de las emisiones realizadas, se documenta la estructura de la base inversora y se detalla el coste de emisión de los instrumentos emitidos.

Las emisiones de deuda bancaria en España y otros países de la zona del euro han registrado un gran

dinamismo a partir de 2021, con diferencias de acuerdo con el grado de subordinación de los instrumentos.

El aumento del volumen de emisiones podría explicarse, en primer lugar, por las obligaciones derivadas de cumplir con los requerimientos de absorción de pérdidas (MREL, por sus siglas en inglés)¹ y, en segundo lugar, por las crecientes necesidades de financiación mayorista, debido al fin de la política monetaria acomodaticia. Se aprecian diferencias en el grado de subordinación de los instrumentos emitidos entre entidades españolas y entidades del resto del área del euro. En el caso de los bancos españoles, los instrumentos garantizados (*secured*) han mantenido un peso

Gráfico 3.A.1 Emisiones por tipo de seniority



FUENTES: Centralised Securities Database, LSEG y elaboración propia.

NOTA: Los instrumentos de deuda (ordenados de mayor a menor grado de subordinación) son los siguientes: AT1, referido a bonos híbridos, ya que pagan intereses pero tienen capacidad para absorber pérdidas si el nivel de CET1 de la entidad cae por debajo de determinado umbral; Tier 2, deuda subordinada con plazo de vencimiento mayor de 5 años; *senior non-preferred* (SNP), creada en 2017 (mediante el Real Decreto-ley 11/2017) con el fin de facilitar el cumplimiento de los requisitos de absorción de pérdidas (MREL); *senior preferred*, deuda con prioridad de cobro sobre el resto de las categorías, y deuda *secured*, instrumentos mediante los cuales se puede obtener financiación a cambio de la entrega de un activo (como colateral).

¹ Los MREL tienen como objetivo asegurar que los accionistas y determinados acreedores sean los primeros en asumir pérdidas en caso de inviabilidad de una entidad. Se consideran pasivos elegibles aquellos instrumentos no garantizados y con un vencimiento superior al año. El 1 de enero de 2024 era la fecha límite para cumplir con estos requerimientos, si bien a partir de 2022 las entidades debían cumplir con unos objetivos intermedios.

Recuadro 3.A Emisiones de deuda del sector bancario en España y en el conjunto del área del euro: estructura de inversores y costes de financiación (cont.)

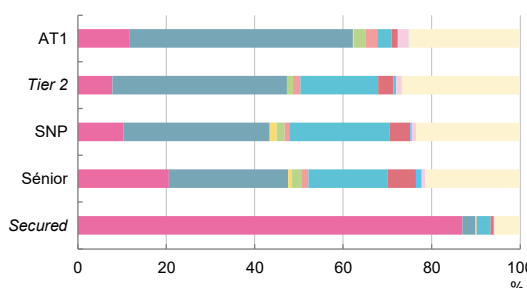
significativo dentro de la financiación mediante instrumentos de deuda. El aspecto más notable es, sin embargo, el creciente peso de las emisiones de instrumentos *senior non-preferred* (SNP)², que ha alcanzado el 36 % de las emisiones en 2025 y es la principal categoría. En el caso del resto de los bancos del área del euro, la deuda sénior, con un menor grado de subordinación, supone más del 50 % de las emisiones (véase gráfico 3.A.1).

El sector financiero constituye el principal tenedor de instrumentos de deuda bancaria, aunque existen diferencias notables según el tipo de instrumento. Las tenencias del sector

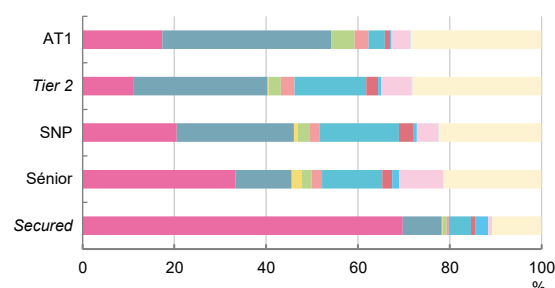
bancario son particularmente importantes en los instrumentos garantizados, llegando hasta el 87 % en el caso de la deuda emitida por entidades españolas y el 70 % en el resto de los sistemas bancarios del área del euro. En términos agregados, las tenencias de deuda bancaria suponen el 49 % de la cartera de activos negociables de deuda de los bancos españoles, y el 37 % en el caso del resto de los sistemas bancarios del área del euro. Por el contrario, los instrumentos con un mayor grado de subordinación son más demandados por otras instituciones financieras, como los fondos de inversión. Estos poseen en torno al 20 % de las tenencias de deuda bancaria y su apetito inversor se

Gráfico 3.A.2 Tenedores de deuda bancaria, por grado de subordinación

1 España



2 Resto del área del euro



FUENTES: Centralised Securities Database y *Securities Holdings Statistics by Sector*.

² Los MREL son (de mayor a menor grado de subordinación) los siguientes: a) *Additional Tier 1* (AT1), bonos híbridos al pagar intereses, pero, al tener capacidad de absorción de pérdidas, se sitúan justo por encima de las acciones en cuanto a orden de cobro y pueden mantenerse a perpetuidad; b) *Tier 2*, deuda subordinada con plazo de vencimiento mayor de cinco años; c) *senior non-preferred* (SNP), creada en 2017 (mediante el Real Decreto-ley 11/2017) con el fin de facilitar el cumplimiento de los MREL; d) *senior preferred*, deuda con prioridad de cobro sobre el resto de las categorías.

Recuadro 3.A Emisiones de deuda del sector bancario en España y en el conjunto del área del euro: estructura de inversores y costes de financiación (cont.)

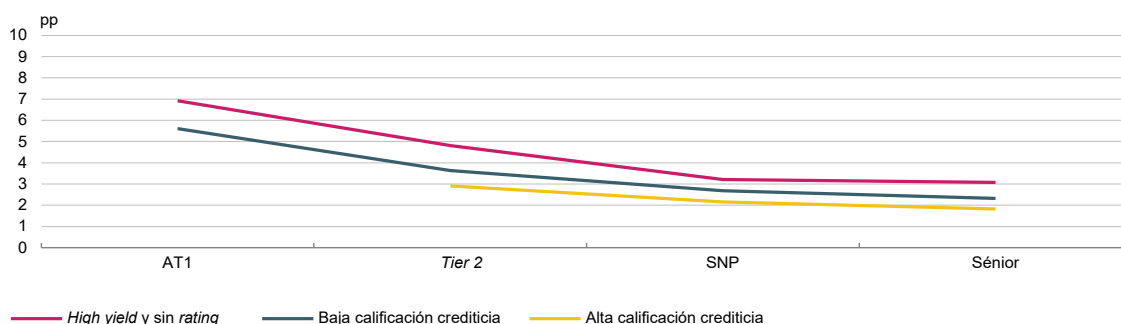
incrementa con el grado de subordinación de los instrumentos. Sus tenencias representan el 50 % del valor de los AT1 emitidos por bancos españoles, por tan solo el 3 % de la deuda garantizada. Las aseguradoras también tienen participación relevante en deuda *Tier 2*, SNP y sénior (véase gráfico 3.A.2). El porcentaje de tenedores de fuera de la zona del euro es particularmente alto en los instrumentos más subordinados, como AT1, donde se sitúa en torno al 25 % de la deuda viva, mientras que se queda en niveles muy inferiores en el caso de la deuda garantizada.

Por otro lado, las tenencias de sectores no financieros son, en general, pequeñas. Estas alcanzan un máximo

del 5 % en el caso de la deuda AT1 para las entidades españolas y porcentajes algo superiores para la deuda del resto de los bancos de la zona del euro, con un máximo en el caso de la deuda sénior (14 %).

El coste de las emisiones del sector bancario difiere en función del grado de subordinación y el *rating* del emisor, lo que sugiere que los inversores tienen en cuenta ambos factores a la hora de adquirir los instrumentos. Las diferenciales relativos a la deuda garantizada son significativos y acordes con el perfil de riesgo de los instrumentos. Los resultados se basan en un análisis³ de los determinantes del coste de emisión, para establecer la relevancia de factores

Gráfico 3.A.3 Coste incremental para las entidades de emitir instrumentos no garantizados, en relación con la deuda garantizada



FUENTES: Centralised Securities Database, LSEG y Capital IQ.

NOTA: Basado en el análisis realizado en Francisco González Rodríguez, Alberto Orts Torres, José María Serena Garralda y Miquel Tarí Sánchez. (2026). "Issuance yield of MREL-eligible bank debt: a benchmarking model". Documentos Ocasionales, 2607, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/42805> (véase en particular la nota al pie 4). El análisis se basa en una regresión en la que se aplica un modelo de Heckman que considera la interacción entre el *rating* del emisor y el grado de subordinación. En el caso de «*High Yield* y sin *rating*», *high yield* representa un *rating* BB+ o menor. El resto de las variables se evalúan en su media. Se incluyen datos de 206 bancos entre el tercer trimestre de 2019 y el tercer trimestre de 2024, para 11 países miembros de la Unión Bancaria.

³ González-Rodríguez, Francisco, Alberto Orts Torres, José María Serena Garralda y Miquel Tarí Sánchez. (2026). "Issuance yield of MREL-eligible bank debt: a benchmarking model". Documentos Ocasionales, 2607, Banco de España.

Recuadro 3.A Emisiones de deuda del sector bancario en España y en el conjunto del área del euro: estructura de inversores y costes de financiación (cont.)

relacionados con factores agregados, como el tipo de interés libre de riesgo y las condiciones macroeconómicas; características de las entidades, como el tamaño del banco, la rentabilidad o el perfil de riesgo, y características del instrumento, incluyendo su plazo y grado de subordinación. Los resultados del modelo indican que, para los bancos del conjunto de la zona del euro⁴, el coste medio de emisión puede diferir en más de 400 pb, en función de si emiten un instrumento AT1 o deuda sénior. El *rating* del emisor también tiene

relevancia y determina la importancia de la subordinación de los instrumentos, existiendo una prima de riesgo por subordinación que aumenta a mayor riesgo de crédito, cuantificado mediante el *rating* de la entidad (véase gráfico 3.A.3). La emisión de un instrumento AT1 por parte de un emisor *high yield* tendría un coste apreciablemente superior a la de un emisor con grado de inversión. Estas diferencias se estrechan cuando se evalúan instrumentos con un menor grado de subordinación, como SNP o sénior.

⁴ Se incluyen bancos de 11 países de la zona del euro (Austria, Bélgica, Francia, Finlandia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, España y Portugal), dadas las limitaciones de disponibilidad de información de *ratings* e información específica de las entidades, como el total de activos, CET1, el ROA, depósitos comerciales y *cost-to-income*.

Recuadro 3.B Un año de MiCA, la regulación europea sobre criptoactivos

El sector de los criptoactivos experimentó una volatilidad notable en 2025 y 2026 —con Bitcoin y Ethereum como referentes—, a causa de varios factores, como el creciente interés por parte de empresas e inversores institucionales, las iniciativas regulatorias y la llegada de una Administración más receptiva a este tipo de productos en Estados Unidos. La capitalización de estos activos alcanzó un máximo superior a 4,3 billones de dólares en octubre del año pasado y la contratación creció tanto en algunos momentos que llegó a acercarse a los volúmenes negociados en las bolsas internacionales. Posteriormente, se produjo una caída significativa tanto en la capitalización como en el volumen. Así, al cierre del ejercicio la capitalización total del mercado se situaba en 3,1 billones de dólares, mientras que los volúmenes de negociación diarios se colocaban por debajo de los 200.000 millones diarios¹.

Dentro de este mercado, destacó el crecimiento de las monedas estables (*stablecoins*), cuyo valor se referencia al valor de otro activo, como una divisa, de forma que su precio no suele experimentar la elevada volatilidad característica de los demás criptoactivos. Su presencia ha ido creciendo, con un dominio casi exclusivo de las referenciadas al dólar, y se estima que continuará haciéndolo en los próximos años, ya que permite operar con otros criptoactivos de manera nativa y, por tanto, más eficiente, ayuda a mantener el valor de los ahorros en países donde se deprecia la moneda y facilita las transferencias de fondos entre países.

En este contexto, llegó la aplicación total de la regulación europea MiCA (Reglamento UE 2023/1114), que comenzó el 30 de diciembre de 2024. El año pasado, la CNMV, al igual que el resto de los supervisores europeos, centró sus esfuerzos fundamentalmente en los procesos de autorización de los proveedores de servicios de criptoactivos.

Los procesos de autorizaciones se han caracterizado por su complejidad, derivada de la propia naturaleza de los activos, así como de los servicios que se prestan. Adicionalmente, el hecho de que la mayor parte de las entidades que venían prestando estos servicios provengan del sector tecnológico, de manera que están menos habituadas a interactuar con supervisores financieros, ha implicado un reto para su transformación en entidades financieras reguladas. Otro aspecto que ha sido determinante en los procesos de autorización ha sido la necesidad de revisar con especial atención los recursos tecnológicos y la ciberseguridad, ya que este modelo de negocio está basado en gran medida en las tecnologías de la información y las comunicaciones, con gran dependencia de sus proveedores. Aquí cabe destacar que, además de MiCA, desde 2025 a estas entidades les es de aplicación DORA (Reglamento 2022/2554), la normativa europea de ciberresiliencia para el sector financiero.

El año pasado se resolvieron en España de forma satisfactoria cuatro expedientes de notificación presentados por entidades financieras y otros tres de autorización de prestadores de servicios

¹ La capitalización ha continuado decreciendo en los primeros meses de 2026 y se ha situado en 2,6 billones al cierre de abril. Por su parte, los volúmenes de negociación se han mantenido en niveles similares a los de finales de 2025.

Recuadro 3.B Un año de MiCA, la regulación europea sobre criptoactivos (cont.)

de criptoactivos (PSC o CASP, por sus siglas en inglés). Como consecuencia de la finalización del período transitorio establecido en MiCA, que en España termina el 30 de junio de 2026, durante los últimos meses de 2025 y primeros de 2026 se ha producido una acumulación de solicitudes de autorización porque aquellas entidades que no están autorizadas deberán cesar la prestación de servicios a clientes europeos en esa fecha.

Asimismo, en 2025 se llevó a cabo un intenso trabajo en el marco de desarrollo del Reglamento y de los mecanismos de colaboración en su aplicación, en el ámbito de la ESMA. La compleja naturaleza de los modelos de negocio y la alta concentración del negocio en determinadas entidades de gran tamaño que operan en el ecosistema cripto hacen indispensable, por su carácter global, un alto grado de convergencia regulatoria en su implementación. En concreto, se realizó un trabajo de identificación de los proveedores de este tipo de servicios más significativos en el entorno europeo y un seguimiento por parte de las autoridades que iban a recibir sus solicitudes de autorización. Asimismo, se coordinaron posturas conjuntas en temas específicos dentro

de las solicitudes de autorización, como pueden ser las estructuras societarias, la necesidad de presencia real en las jurisdicciones, el *outsourcing*, el uso de proveedores de liquidez o el impacto y riesgo de actividades no reguladas en el modelo de negocio.

Otro asunto relevante en el que se centró buena parte del trabajo de 2025 fue el de las implicaciones de las monedas estables o *stablecoins* en el ámbito del Reglamento y las repercusiones que tiene la doble naturaleza de las fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés), como criptoactivos y como dinero. La EBA abordó en 2025 las dudas en torno al tratamiento de las EMT y requirió una doble licencia, bajo MiCA y bajo PSD2 (segunda directiva de servicios de pago) a los CASP que presten determinados servicios con EMT. Además, la EBA señaló que el plazo para obtener esta licencia como entidad de pagos no debería extenderse más allá de marzo de 2026.

Finalmente, en 2025 se aplicaron las guías de clasificación de criptoactivos, elaboradas en el marco del Reglamento MiCA, que ofrecen pautas para clasificar los criptoactivos dentro de la regulación contenida en el Reglamento MiCA.

4 Interconexiones en el sistema financiero

Esta sección analiza los riesgos para la estabilidad financiera asociados a las interconexiones entre entidades financieras. La adquisición y venta de instrumentos financieros entre entidades que forman parte del sistema financiero, así como otros contratos firmados entre ellas, pueden generar beneficios económicos relevantes; por ejemplo, una mayor diversificación de los riesgos, la canalización de excesos de liquidez o el acceso a una base de financiación más amplia. Sin embargo, de esta forma se generan interconexiones directas (activos y pasivos en balance frente a otros intermediarios⁵⁴) e indirectas (activos y pasivos comunes frente a terceros) que pueden facilitar la transmisión al resto del sistema financiero de perturbaciones originadas en una o varias entidades.

Las interconexiones directas entre los distintos sectores del sistema financiero español crecieron a menor ritmo que el activo total de este en 2025. En concreto, las interconexiones directas entre sectores financieros aumentaron un 3,1 % a lo largo del año pasado, mientras que su activo total aumentó un 6,5 %. Ello rompe con la tendencia de los dos años previos, aunque, dado el fuerte crecimiento relativo de las interconexiones en 2024 (15 %, frente a un crecimiento del activo del 4,7 %), el resultado acumulado sigue mostrando un sistema con relaciones entre entidades más intensas que hace unos años.

Las interconexiones directas (a través de activo) de los bancos siguen concentradas en las exposiciones interbancarias. Al igual que en el informe anual de 2024, se utilizan diagramas de Sankey para representar de forma visual las exposiciones directas entre entidades financieras. Dado que estas relaciones son relativamente estables a lo largo del tiempo, los resultados son similares a los del informe anterior. El sector bancario sigue siendo el de mayor tamaño y uno de los más interconectados⁵⁵, principalmente a través del mercado interbancario y, en menor medida, de activos frente al sector asegurador (véase figura 4.1, panel 1)⁵⁶.

La financiación proporcionada al sector bancario por IIC y fondos de pensiones y por aseguradoras continúa siendo otra fuente clave de interconexiones en el sistema financiero español. Dentro del conjunto de entidades financieras no

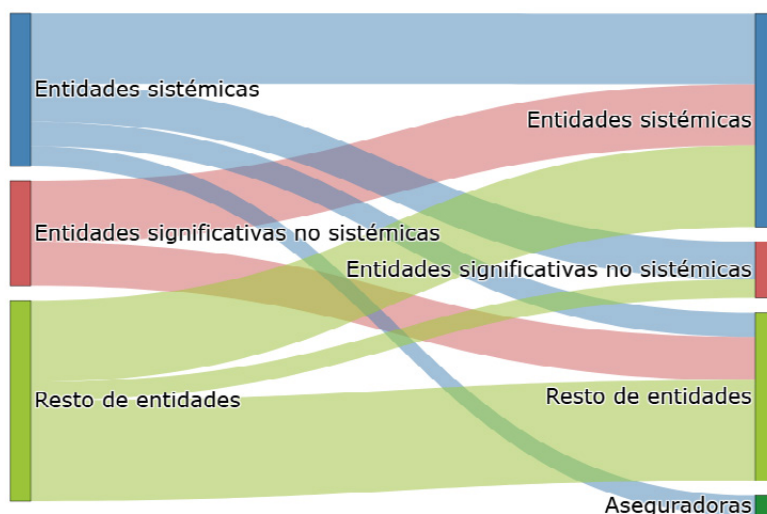
⁵⁴ Las exposiciones directas incluyen distintos tipos de tenencias de activos de otras entidades financieras: préstamos, valores representativos de deuda, participaciones en el capital (acciones), participaciones en fondos de inversión, depósitos y tesorería.

⁵⁵ En España, el total de los activos financieros del sistema financiero privado residente superaba los 4,9 billones de euros en diciembre de 2025, de los cuales más del 65 % correspondía al sector bancario.

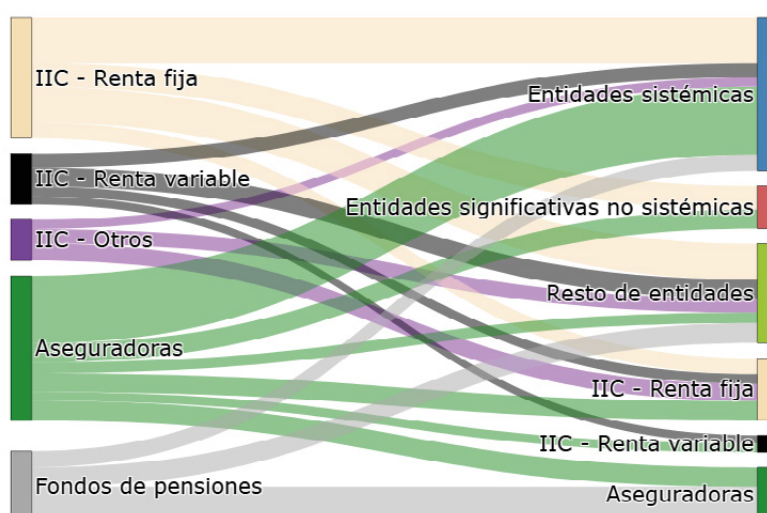
⁵⁶ El desglose para el sector bancario consta de tres categorías: i) entidades sistémicas, que son aquellas identificadas por el Banco de España como entidades de importancia sistémica mundial (EISM) o como otras entidades de importancia sistémica (OEIS); ii) entidades no sistémicas pero significativas desde el punto de vista del Mecanismo Único de Supervisión, y iii) entidades menos significativas. Para más detalles, véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2020* de la AMCESFI.

Figura 4.1 Interconexiones directas del sistema financiero español. Diciembre de 2025

1 Exposiciones del sector bancario (izquierda) a todos los sectores financieros (derecha)



2 Exposiciones del sector financiero no bancario (izquierda) a todos los sectores financieros (derecha)

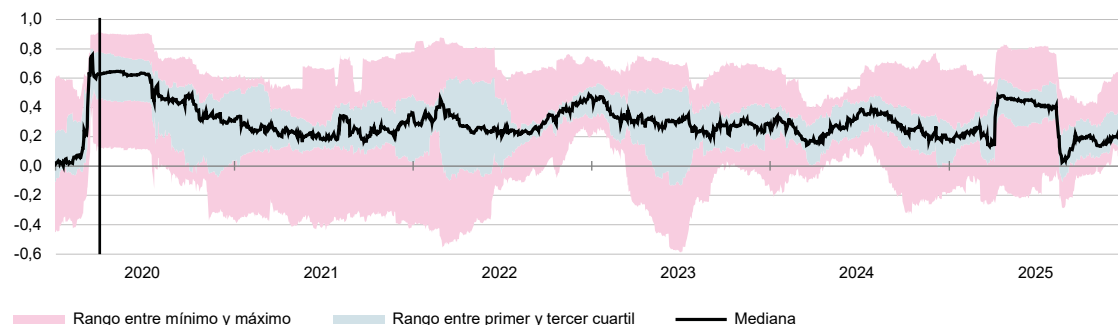


FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
NOTA: Las exposiciones directas incluyen distintos tipos de tenencias de activos de otras entidades financieras: préstamos, valores representativos de deuda, participaciones en el capital (acciones), participaciones en fondos de inversión, depósitos y tesorería. IIC indica instituciones de inversión colectiva. Las interconexiones directas se calculan sin considerar consolidaciones entre los distintos sectores financieros. La magnitud de los flujos se representa mediante la anchura de las líneas. Para mayor claridad, no se incluyen exposiciones inferiores al 1 % de la exposición total en el sistema financiero. Acumuladas, estas exposiciones representan un 7,6 % de la exposición total.

bancarias, las aseguradoras fueron en 2025 las que registraron exposiciones más elevadas con otras entidades financieras, sobre todo con el sector bancario, pero también con IIC y mediante la financiación a otras aseguradoras (véase figura 4.1, panel 2). En el caso de las IIC, la interconexión con el sector bancario es la más relevante, mientras que los fondos de pensiones proporcionan una cantidad de fondos comparable al sector bancario y al asegurador.

Gráfico 4.1 Análisis de las interconexiones indirectas a través de las correlaciones entre los precios de los activos financieros cotizados

1 Indicador de correlación entre clases de activos (a)



2 Indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero (b)



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- a El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores de renta variable de entidades financieras, de *utilities* y del resto de los sectores. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debidas a la crisis sanitaria.
- b Los indicadores de correlación entre el sector financiero y el no financiero recogen pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Los activos considerados para el cálculo son valores de renta variable cotizados de los sectores financieros y no financieros. Dentro de los valores de los sectores no financieros se han considerado a su vez dos grupos: los sectores más vulnerables a la pandemia de COVID-19 y el resto de los sectores no financieros no incluidos en el grupo de más vulnerables. La recta vertical indica el comienzo del mes de marzo y de las turbulencias en los mercados debidas a la crisis sanitaria.

Las correlaciones entre los activos financieros comenzaron y finalizaron 2025 en niveles similares a los observados en años anteriores, pero la parte central del año registró un episodio de elevada correlación. Este análisis, basado en las correlaciones entre los precios de los distintos activos de renta fija y variable emitidos por emisores españoles, proporciona una estimación⁵⁷ de la evolución de las interconexiones indirectas entre las entidades financieras (véase gráfico 4.1,

⁵⁷ La evolución de estas correlaciones da información sobre las interconexiones en la medida en que, si los riesgos subyacentes son similares, los mercados financieros tenderán a valorar de forma similar los activos emitidos. Se trata de un indicador limitado, dado que otros factores pueden afectar también a estas correlaciones: como se comenta en el texto, en 2025 la materialización de riesgos de enorme transversalidad entre sectores y regiones generó un aumento de correlaciones que no necesariamente está ligado con cambios en el nivel de interconexión.

panel 1). En los primeros meses de 2025, el comportamiento de este indicador fue continuista, en línea con los niveles y tendencias registrados en años anteriores. Sin embargo, a principios de abril, tras los primeros anuncios del Gobierno de Estados Unidos sobre aranceles, las correlaciones experimentaron un rápido incremento y se situaron en cotas históricamente elevadas, que se mantuvieron durante los meses centrales del año. En el tramo final de 2025, estas correlaciones volvieron a moderarse y regresaron a niveles similares o incluso inferiores a los de años anteriores.

Este comportamiento variable de las correlaciones a lo largo del año no reflejó cambios estructurales en las interconexiones del sistema. Determinadas perturbaciones, al afectar a una parte amplia de la economía y del sistema financiero global, pueden intensificar —al menos de manera transitoria— las correlaciones entre las valoraciones de distintos activos. El episodio de abril de 2025 ilustra una de estas situaciones excepcionales que no llegan a producir una alteración permanente de la estructura del sistema.

La evolución de la correlación en el transcurso de 2025 fue similar si se analizan únicamente los instrumentos de renta variable emitidos por bancos e intermediarios financieros no bancarios. La situación de elevadas correlaciones en la parte central del año se extendió en este caso en mayor medida y solo se revirtió hacia el final de 2025, cuando las correlaciones tendieron a reducirse hasta ubicarse en la parte baja del rango observado en los últimos años (véase gráfico 4.1, panel 2).

En 2025, la deuda soberana volvió a ganar peso en la cartera de valores de los bancos, mientras que el crecimiento de la exposición a la deuda emitida por las empresas financieras destacó en las IIC y las aseguradoras. En 2025, al igual que el año anterior, y en términos agregados, los bancos únicamente aumentaron de forma significativa sus tenencias de deuda pública (véase gráfico 4.2). Las IIC aumentaron su inversión en todas las clases de instrumentos estudiadas, si bien el crecimiento en términos de peso sobre el total de activos se concentró principalmente en los bonos de empresas, particularmente financieras pero también no financieras. En el caso de las aseguradoras, se observan aumentos importantes de las inversiones en bonos de empresas financieras, pero también, aunque en menor medida, en los de empresas no financieras, en deuda pública y en participaciones en fondos de inversión. Por último, los fondos de pensiones aumentaron sus tenencias en todas las categorías de activos, si bien el incremento se concentró especialmente en las participaciones en fondos de inversión. En conjunto, el aumento de la inversión en bonos de empresas financieras por parte de las IIC y las aseguradoras y de las participaciones en fondos de inversión por parte de los fondos de pensiones serían las transacciones que más han contribuido a reforzar las interconexiones dentro del sistema.

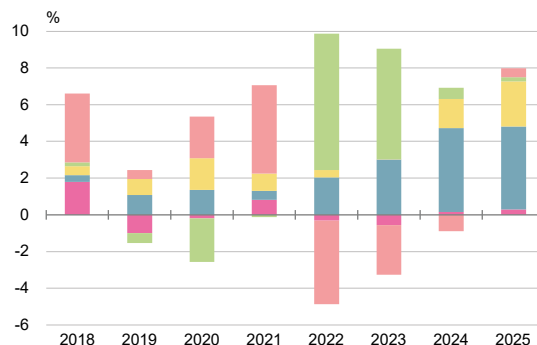
Continúa destacando como fuente de interconexiones la vinculación de aseguradoras a grupos bancarios. El negocio bancario-asegurador contribuye

Gráfico 4.2 Transacciones netas por tipo de instrumento sobre total activo del sector

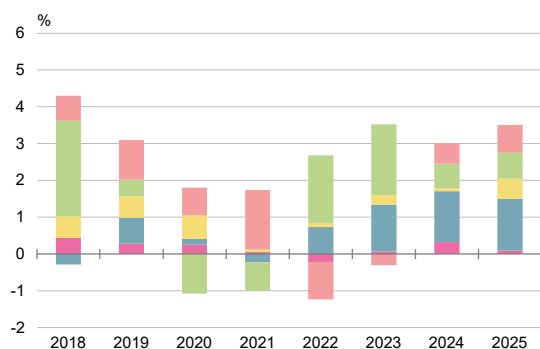
1 Entidades bancarias



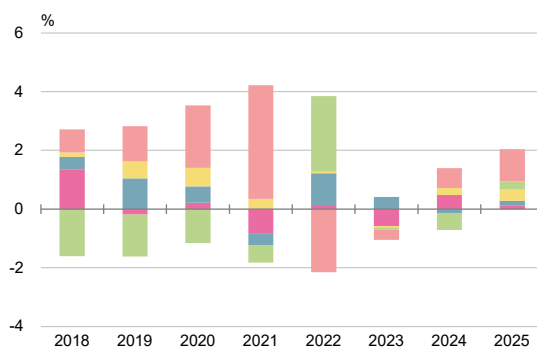
2 Instituciones de inversión colectiva (IIC)



3 Aseguradoras



4 Fondos de pensiones



Acciones cotizadas Bonos de empresas financieras Bonos de empresas no financieras
Participaciones en fondos de inversión Deuda pública

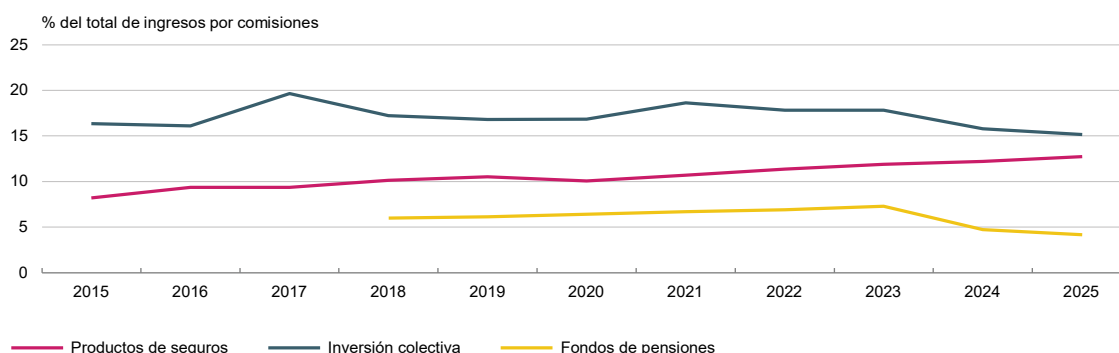
FUENTES: Banco de España (Cuentas Financieras) y Banco Central Europeo (*Securities Holdings Statistics by Sector*).

a los resultados del sector bancario no solo a través de los dividendos cobrados sobre tenencias de acciones (que contribuyen a las interconexiones directas antes expuestas), sino también mediante las comisiones por distribución de productos de seguro. El desarrollo del negocio de banca-seguros en España responde a varios factores estructurales, entre los que destacan la amplia presencia de la red física bancaria, la capacidad del sector bancario para obtener economías de alcance en la distribución de distintos productos financieros⁵⁸ y la relevancia de los seguros vinculados a préstamos —tanto al crédito al consumo como especialmente a la financiación hipotecaria— dentro del mercado total de los seguros de vida-riesgo, orientados a la protección frente al fallecimiento del tomador.

Las comisiones vinculadas a productos de IIC continuaron siendo en 2025 las más relevantes dentro de esta clase de ingresos para los bancos, si

⁵⁸ Las economías de alcance (o *economies of scope*) ocurren cuando el promedio de los costes de una empresa disminuye al producir o vender dos o más productos conjuntamente en lugar de por separado.

Gráfico 4.3 Evolución de los ingresos por comisiones vinculadas a productos de seguros e inversión colectiva comercializados por el sector bancario



FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

NOTA: Para las comisiones relativas a la comercialización de fondos de pensiones no se dispone de datos anteriores a 2018.

bien las asociadas a seguros siguieron creciendo. Así, estas comisiones incrementaron su peso relativo en el total, mientras que este se redujo tanto para productos de IIC como para planes de pensiones (véase gráfico 4.3). Como ya se indicó en anteriores ediciones de este Informe, la elevada rentabilidad de los seguros de protección de créditos genera, desde un punto de vista conductual, riesgos derivados de potenciales prácticas inadecuadas de suscripción y venta. El seguimiento de las comisiones vinculadas a esta diversidad de productos permite medir las interconexiones a través de la actividad de negocio, más allá de las que se originan por inversiones financieras y mediante la financiación recibida.

Existen otros canales de interconexiones que afectan también a los riesgos para la estabilidad del conjunto del sistema financiero. Entre ellos, cabe destacar la actividad de los mercados de derivados y sus cámaras de contrapartida central, los ciberriesgos y aquellos derivados de la IA.

5 Recomendaciones y avisos de la Junta Europea de Riesgo Sistémico relevantes para la AMCESFI

La AMCESFI, como autoridad macroprudencial, puede ser destinataria de recomendaciones de la autoridad macroprudencial europea (la JERS). Las recomendaciones emitidas por este organismo europeo están orientadas tanto a prevenir o mitigar riesgos y vulnerabilidades sistémicas como a promover actuaciones por parte de las autoridades relevantes de la UE, entre las que se incluyen las autoridades nacionales con cometidos de supervisión, resolución o macroprudenciales, e incluso los propios Estados miembros, así como la Comisión Europea, la Supervisión Bancaria del BCE, las tres autoridades europeas de supervisión (EBA, EIOPA y ESMA) y la Junta Única de Resolución.

En 2025, la JERS emitió cinco recomendaciones sobre la reciprocidad voluntaria de ciertas medidas de política macroprudencial previamente introducidas en Alemania, Austria, Bélgica, Noruega y Suecia, relevantes en particular para el Banco de España. Este tipo de recomendaciones tienen como objetivo promover que las medidas activadas en un Estado miembro se apliquen también a las exposiciones relevantes de entidades con sede en otros Estados, mantenidas mediante sucursales o de forma directa, garantizando así la eficacia y coherencia de las medidas nacionales de política macroprudencial. Para ello, caso a caso, se enmienda la [Recomendación JERS/2015/2](#), sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial. En 2025, la JERS emitió recomendaciones de reciprocidad voluntaria sobre las siguientes medidas nacionales:

- [Recomendación JERS/2025/4](#), sobre la reducción en Alemania, del 2 % al 1 %, del colchón contra riesgos sistémicos (CRS) sectorial aplicado sobre las exposiciones garantizadas por inmuebles residenciales situados en este país en las que esos activos reduzcan los requerimientos supervisores de fondos propios.
- [Recomendación JERS/2025/10](#), sobre la activación en Austria de un CRS sectorial del 1 % para todas las exposiciones frente a sociedades no financieras de los sectores inmobiliario y de la construcción situadas en este país, a excepción de las correspondientes a asociaciones de vivienda de lucro limitado.
- [Recomendación JERS/2025/11](#), sobre la desactivación por parte de Bélgica de su CRS, que queda así eliminado del listado de medidas cuya reciprocidad se recomienda.

- **Recomendación JERS/2025/6**, sobre la prórroga realizada por Noruega de los suelos aplicados a las ponderaciones por riesgo de crédito bajo el método IRB correspondientes a las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales y comerciales.
- **Recomendación JERS/2025/5**, sobre la prórroga realizada por Suecia de los suelos aplicados a las ponderaciones por riesgo de crédito bajo el método IRB correspondientes a las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles residenciales y comerciales.
- El Banco de España no adoptó medidas recíprocas en ninguno de estos casos, debido a que las exposiciones de las entidades españolas estaban por debajo de los umbrales orientativos de materialidad recomendados por la JERS.

Además, hay que señalar que el Banco de España adoptó en 2025 una medida macroprudencial en cumplimiento de la Recomendación JERS/2024/7, emitida a finales de 2024, sobre la reciprocidad de una medida noruega. En 2024, Noruega decidió prorrogar el CRS vigente en ese país desde finales de 2020 y aplicable a todas las exposiciones ubicadas en Noruega, manteniéndolo en el 4,5%. El Banco de España decidió reconocer la medida noruega y aplicarla en el ámbito nacional, debido a que una entidad española excedía el umbral de materialidad recomendado (a causa fundamentalmente de las exposiciones de una filial en Noruega) y a que la recomendación de la JERS llamaba a adoptar medidas recíprocas en base consolidada, subconsolidada e individual, con independencia de que las exposiciones se mantuvieran por medio de filiales o sucursales o se derivaran del crédito transfronterizo directo. Así, en mayo de 2025, el Banco de España decidió exigir al Banco Santander, en base consolidada, subconsolidada e individual, un CRS del 4,5% desde el 1 de septiembre de 2025, aplicable a todas las exposiciones situadas en Noruega.

Con esta medida, el Banco de España ha dado reciprocidad, hasta el momento, a tres medidas macroprudenciales de otros Estados europeos, todas ellas relativas al CRS. Las dos anteriores, sobre medidas adoptadas en Portugal e Italia, fueron anunciadas en mayo y octubre de 2024, respectivamente (más información en el siguiente [enlace](#)).

La experiencia adquirida durante la última década con la aplicación del régimen de reciprocidad macroprudencial en la UE ha llevado a la JERS a introducir cambios en sus recomendaciones para promover la adopción de medidas nacionales recíprocas en los Estados miembros. En concreto, para facilitar y uniformizar, en la medida de lo posible, el alcance intracomunitario de las medidas macroprudenciales nacionales, la JERS ha detallado cada vez más los criterios que las autoridades relevantes deben aplicar para evaluar la materialidad de las exposiciones de sus entidades, y también a qué niveles de las entidades se deberían aplicar las medidas recíprocas adoptadas. En este sentido, cabe destacar que todas las recomendaciones emitidas en 2025 sobre la

adopción de medidas recíprocas especificaban que estas se deberían aplicar, en general, en base consolidada, subconsolidada e individual, pues de ese modo se limita el arbitraje regulatorio, se abordan más eficazmente los riesgos sistémicos y se refuerza la eficacia general de la política macroprudencial.

La JERS también emitió en 2025 la Recomendación JERS/2025/9, sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países. Dicha recomendación se compone de nueve subrecomendaciones, con diversos destinatarios: la Comisión Europea, la EBA, la ESMA y las autoridades nacionales con competencias de supervisión sobre los emisores de criptomonedas estables.

El Banco de España, como autoridad supervisora nacional de los emisores de fichas de dinero electrónico y de fichas referenciadas a activos, es destinatario de las subrecomendaciones H e I, y deberá informar a la JERS sobre su cumplimiento no más tarde del 31 de diciembre de 2026. Hasta el momento no se ha constituido en nuestro país ninguna entidad que participe en un sistema multiemisor en el que intervengan entidades de terceros países, por lo que las subrecomendaciones mencionadas no son todavía aplicables en la práctica. Si en un futuro se constituyeran en España emisores que operasen en sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países, el Banco de España debería efectuar las siguientes actuaciones supervisoras:

- exigir a los emisores que demuestren la capacidad de las entidades que les dan respaldo para efectuar operaciones transfronterizas (en particular, la venta de activos y las transferencias de fondos), y
- asegurarse de que los emisores podrán facilitarles todos los datos necesarios para llevar a cabo una supervisión efectiva y para valorar la adecuación de las reservas ubicadas en la UE que respalden las criptomonedas emitidas.

Es importante recordar que las recomendaciones de la JERS no son de obligado cumplimiento, aunque se les aplica el principio de «cumplir o explicar». La JERS realiza ejercicios periódicos de evaluación y seguimiento para determinar el grado de adhesión de las autoridades destinatarias a cada una de sus recomendaciones. En 2025 publicó informes de evaluación del cumplimiento de las siguientes recomendaciones relevantes para las autoridades españolas:

- **Recomendación JERS/2022/9**, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo. Se consideró que las acciones llevadas a cabo por las autoridades españolas destinatarias (AMCESFI, Banco de España, CNMV y DGSFP) para implementar la subrecomendación A, relativa a la mejora de la vigilancia de los riesgos sistémicos derivados del mercado inmobiliario comercial, merecían que su cumplimiento se valorara como pleno, la máxima calificación (véase cuadro 5.1).

Cuadro 5.1 Recomendaciones vigentes de la JERS dirigidas a la AMCESFI

Recomendación de la JERS	AMCESFI	Banco de España	CNMV	DGSFP	FROB	Gobierno
Recomendación JERS/2022/9, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo	FC (b)					
Recomendación JERS/2020/12, de 24 de septiembre de 2020, relativa a la identificación de las entidades jurídicas	FC	FC	LC	LC	FC	
Recomendación JERS/2019/18, 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	FC (b)					
Recomendación JERS/2016/14, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles	FC (a)					
Recomendación JERS/2015/2, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial	FC (b)					
Recomendación JERS/2013/1, de 4 de abril de 2013, sobre objetivos intermedios e instrumentos de política macroprudencial	LC (a)					LC

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y elaboración propia.

NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. Se especifica el grado de cumplimiento en los casos en los que existe informe de evaluación de la JERS, de acuerdo con la siguiente terminología: *fully compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *largely compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *partially compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *materially non-compliant* –MN– (incumplimiento material); *sufficiently explained* –SE– (inacción justificada), e *insufficiently explained* –IE– (inacción injustificada).

- a Hasta la creación de la AMCESFI en 2019, el Banco de España, como autoridad designada para el sector bancario, asumía la responsabilidad del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS dirigidas a la autoridad macroprudencial.
- b Las recomendaciones JERS/2015/2, JERS/2019/18 y JERS/2022/9 fueron evaluadas de manera conjunta para el colectivo de autoridades destinatarias.

- **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. El cumplimiento de la subrecomendación A, sobre cooperación e intercambio de información que se considere necesaria para desempeñar funciones relacionadas con la política macroprudencial o la estabilidad financiera, y dirigida en el caso español a la AMCESFI y al Banco de España, se consideró también pleno (véase cuadro 5.1).

Las recomendaciones vigentes de la JERS dirigidas a la AMCESFI se recogen en el cuadro 5.1, con indicación de su grado de cumplimiento según la evaluación de la JERS, en caso de estar disponible. El anejo 2 ofrece la relación de otras recomendaciones de la JERS dirigidas al menos a una autoridad nacional de nuestro país (pero no a la AMCESFI específicamente).

Por último, cabe mencionar que la JERS está facultada para emitir avisos sobre vulnerabilidades en la UE cuando identifique riesgos sistémicos para la estabilidad financiera. Los avisos (*warnings*) pueden dirigirse a la UE en su conjunto, a Estados miembros individuales, a las autoridades europeas de supervisión o a las autoridades nacionales. La JERS y el Consejo de la UE deciden, caso por caso, si se debe hacer público un aviso, teniendo en cuenta que la divulgación puede ser clave para su efectividad y el fomento de su cumplimiento. Con posterioridad, la JERS valora si el riesgo sistémico ha sido adecuadamente abordado y, en su caso, puede volver sobre la cuestión con la emisión de una recomendación. El último aviso de la JERS, sobre las vulnerabilidades del sistema financiero de la UE ([Aviso JERS/2022/7](#)), fue emitido en 2022, y en él se ponía de relieve la necesidad de preservar y reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero de forma que este pudiera continuar respaldando la economía real incluso si los riesgos para la estabilidad financiera existentes a la fecha se materializaran. El carácter relativamente excepcional de este mecanismo a disposición de la JERS explica que no se haya emitido otro aviso desde entonces.

Anejo 1 Tablero de indicadores estadísticos

Gráfico A1.1

Riesgo macroeconómico

- 1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes ajustada estacionalidad
- 2 Tasa de paro según la EPA
- 3 Inflación según el índice general del IAPC
- 4 Deuda y déficit públicos
- 5 Deuda consolidada del sector privado residente
- 6 Saldo por cuenta corriente
- 7 Posición de inversión internacional neta deudora
- 8 Costes laborales unitarios (CLU)

Gráfico A1.2

Riesgo de mercado

- 1 Evolución del PER de los principales mercados de valores
- 2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años
- 3 Evolución del euríbor a un año
- 4 Volatilidad en los mercados internacionales
- 5 Volatilidad del IBEX 35

Gráfico A1.3

Riesgo de crédito

- 1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito
- 2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito
- 3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años
- 4 Indicadores de *credit default swap* (CDS)
- 5 Saldo de crédito al sector privado residente
- 6 Nuevo crédito al sector privado residente

Gráfico A1.4

Riesgo en el mercado inmobiliario residencial

- 1 Evolución del mercado inmobiliario residencial
- 2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda
- 3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción
- 4 Nuevo crédito destinado a vivienda

Gráfico A1.5**Riesgo en el mercado inmobiliario comercial**

- 1 Índices de precios reales del mercado inmobiliario comercial
- 2 Indicador que relaciona los precios del mercado inmobiliario comercial con su tendencia y las del valor añadido del sector y los tipos de interés
- 3 Peso del crédito inmobiliario comercial respecto al crédito total
- 4 Nuevo crédito real concedido con inmuebles comerciales como colateral

Gráfico A1.6**Riesgo de liquidez y financiación**

- 1 Diferencial entre el líbor y el OIS a tres meses
- 2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema
- 3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas
- 4 Emisiones de renta fija
- 5 Emisiones de renta variable de empresas españolas
- 6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes
- 7 Contratación de renta variable española
- 8 Diferenciales *bid-ask*

Gráfico A1.7**Riesgo de solvencia y rentabilidad.
Bancos. Datos consolidados**

- 1 *Return on equity* (ROE)
- 2 Ratio *cost to income*
- 3 Ratios de capital
- 4 Ratio de apalancamiento (*phase in*)

**Riesgo de solvencia y rentabilidad.
Aseguradoras**

- 5 *Return on equity* (ROE)
- 6 Ratio combinada bruta no vida
- 7 Ratio de solvencia

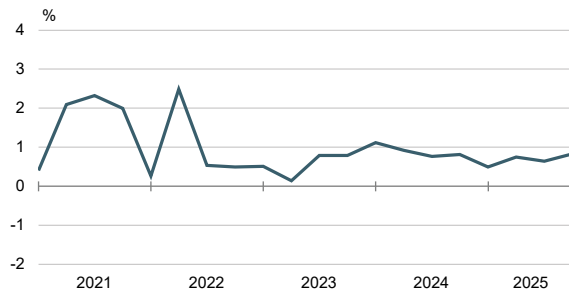
Gráfico A1.8**Riesgos estructurales e interconexiones**

- 1 Evolución de los activos del sector financiero
- 2 Evolución de los activos de otros intermediarios financieros

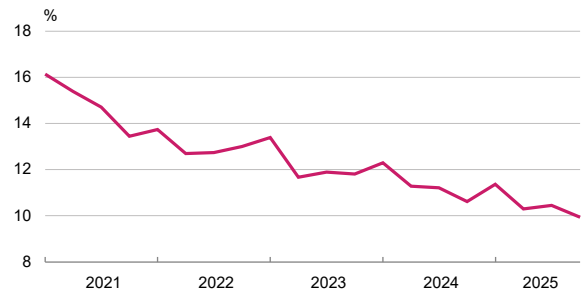
- 3 Fondos de inversión
- 4 Evolución de los activos de las aseguradoras y los fondos de pensiones
- 5 Pasivos del sector bancario, por sectores
- 6 Evolución del indicador de riesgo sistémico

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico

1 Tasa de variación intertrimestral del PIB a precios constantes ajustada estacionalidad (a)



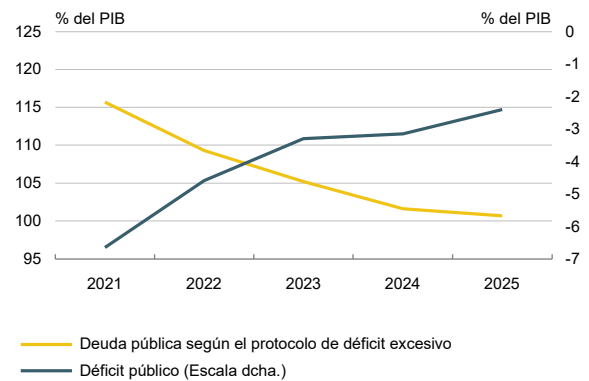
2 Tasa de paro según la EPA



3 Inflación según el índice general del IAPC (b)



4 Deuda y déficit públicos

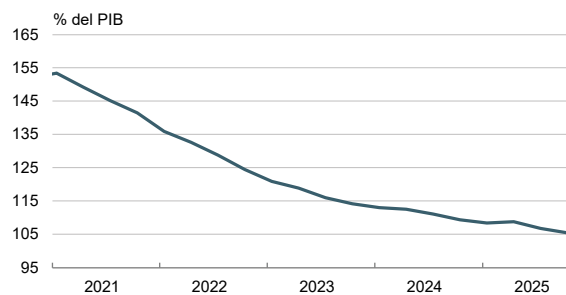


FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

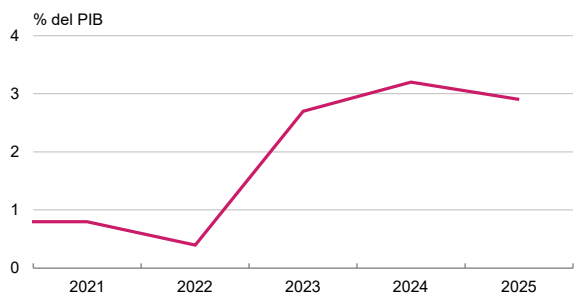
- a Tasa de variación trimestral.
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.1 Riesgo macroeconómico (cont.)

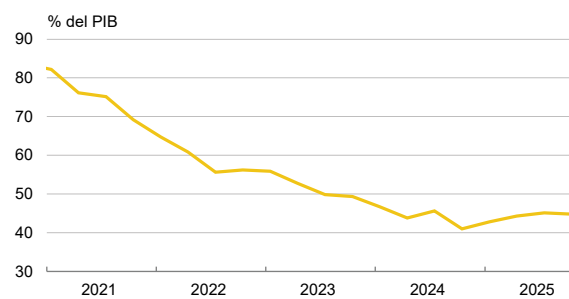
5 Deuda consolidada del sector privado residente (a)



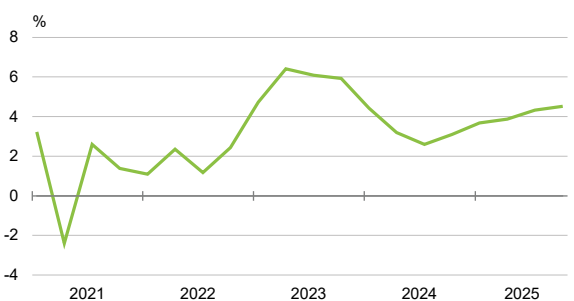
6 Saldo por cuenta corriente



7 Posición de inversión internacional neta deudora



8 Costes laborales unitarios (CLU) (b)



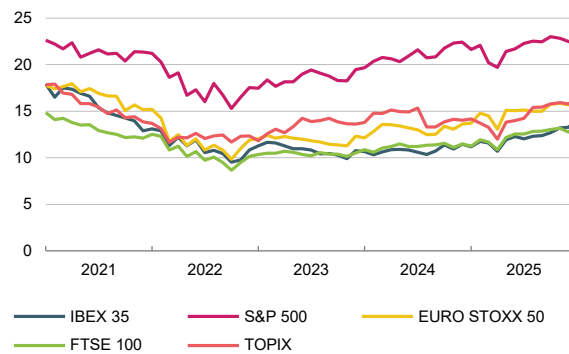
FUENTE: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

a SNF y hogares e ISFLSH.

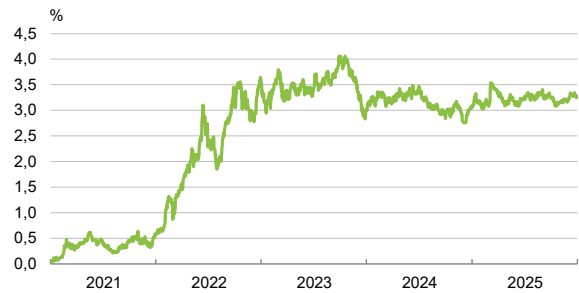
b Tasa de variación anual.

Gráfico A1.2 Riesgo de mercado

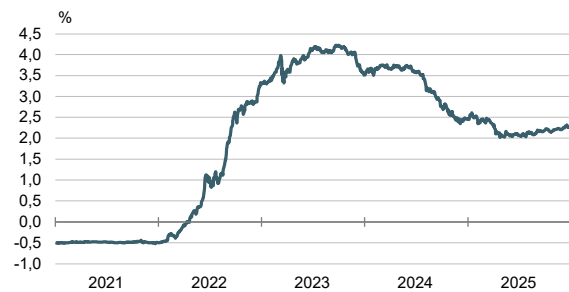
1 Evolución del PER de los principales mercados de valores



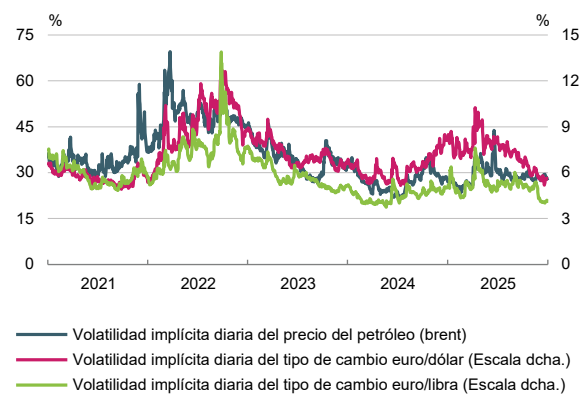
2 Rentabilidad de las obligaciones del Tesoro Público a diez años



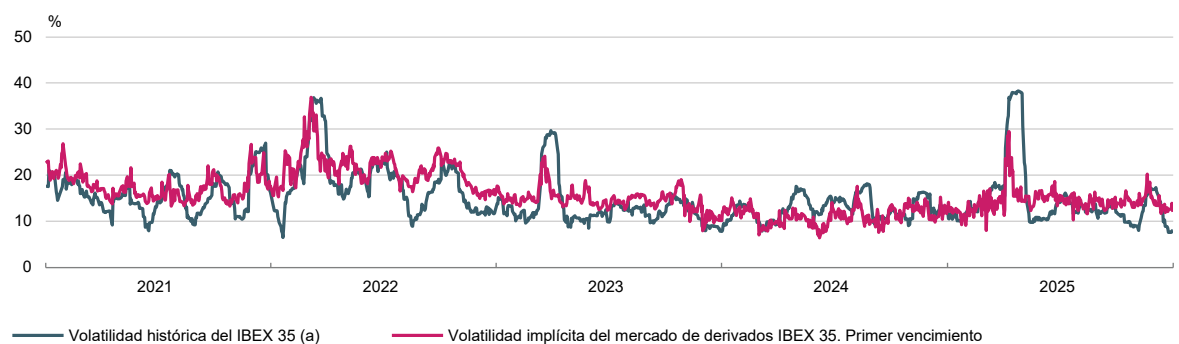
3 Evolución del euríbor a un año



4 Volatilidad en los mercados internacionales



5 Volatilidad del IBEX 35

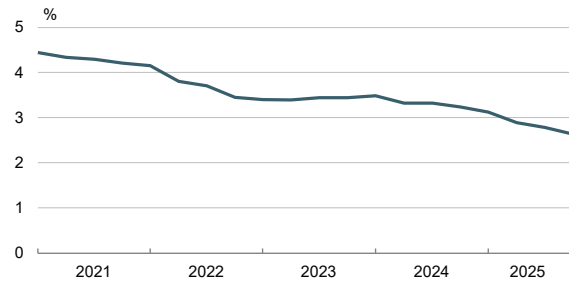


FUENTE: Datastream.

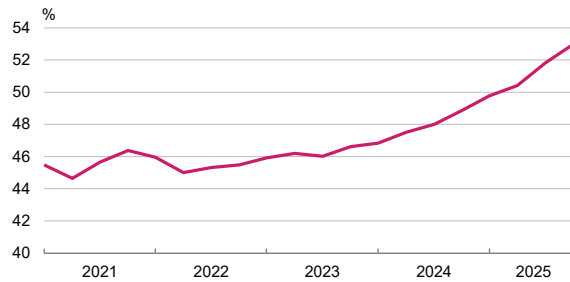
a El indicador de volatilidad histórica se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del IBEX 35 de 21 días.

Gráfico A1.3 Riesgo de crédito

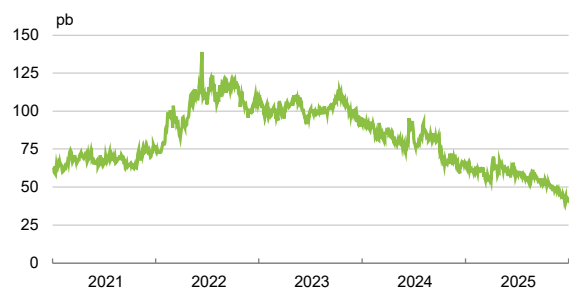
1 Tasa de morosidad de las entidades de depósito (a)



2 Tasa de cobertura de las entidades de depósito (a)



3 Diferencial de la rentabilidad del bono español a diez años respecto al bono alemán a diez años

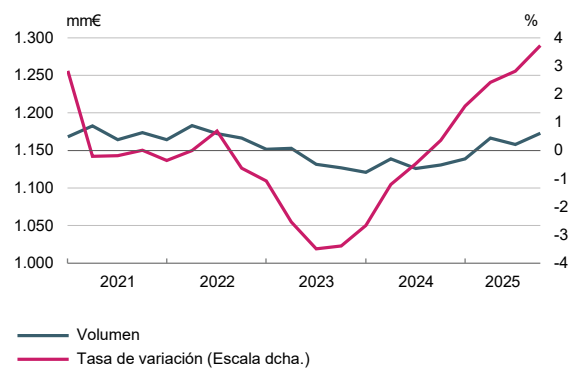


4 Indicadores de *credit default swap* (CDS) (b)

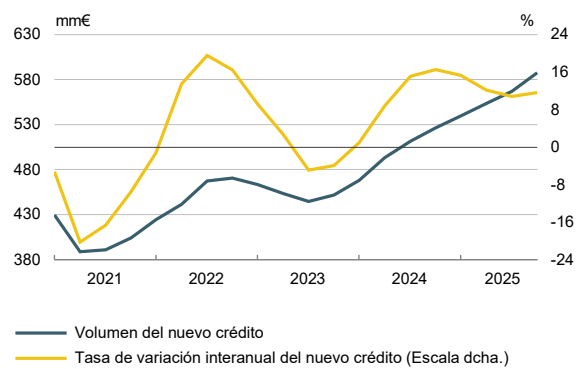


— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades financieras españolas
— CDS a cinco años de la deuda sénior en euros de las entidades no financieras españolas

5 Saldo de crédito al sector privado residente (c)



6 Nuevo crédito al sector privado residente (c) (d)

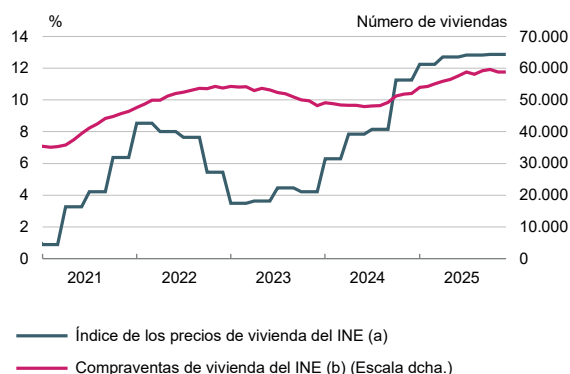


FUENTE: Banco de España.

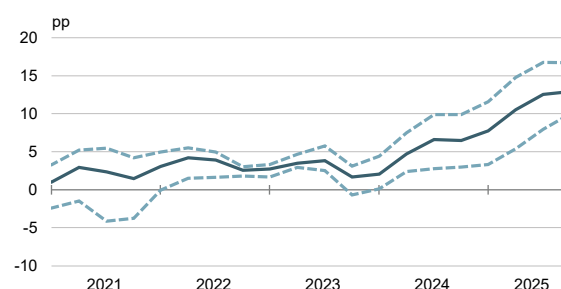
- a Datos individuales, negocios en España.
- b Media simple de una muestra de entidades miembros del IBEX 35.
- c Hogares y SNF.
- d Flujo acumulado en 12 meses.

Gráfico A1.4 Riesgo en el mercado inmobiliario residencial

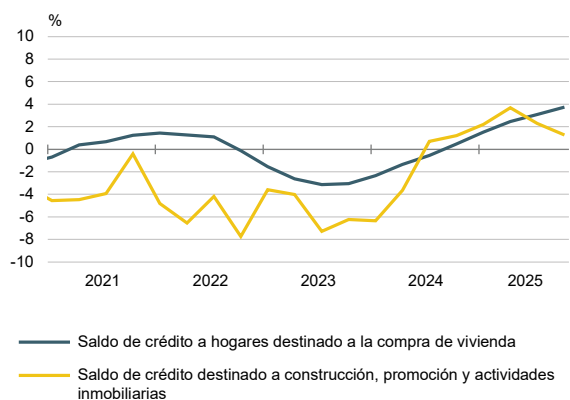
1 Evolución del mercado inmobiliario residencial



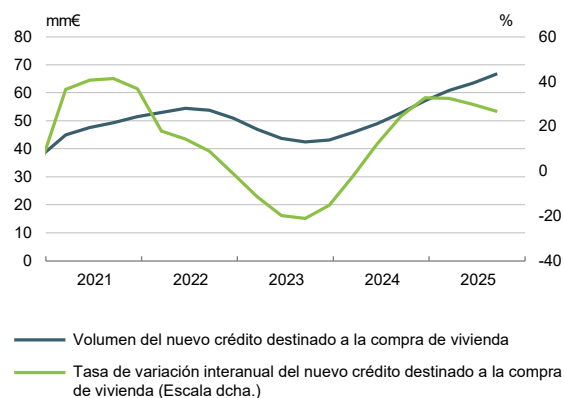
2 Estimaciones de sobrevaloración de los precios de la vivienda (c)



3 Saldo de crédito destinado a vivienda y construcción (d)



4 Nuevo crédito destinado a vivienda (e)



FUENTE: Banco de España.

a Tasa de variación anual.

b Media móvil de 12 meses.

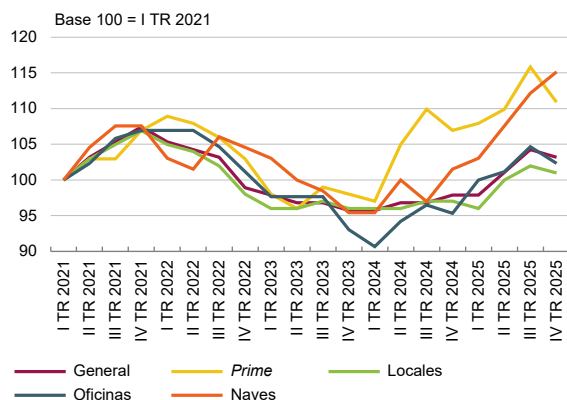
c La línea continua y las líneas discontinuas representan, respectivamente, los valores promedio, mínimos y máximos de un conjunto de cuatro indicadores sobre la evolución de los precios en el sector inmobiliario respecto a sus tendencias de largo plazo: i) brecha de precios de la vivienda respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; ii) brecha de la ratio de precios de la vivienda sobre ingreso disponible respecto a la tendencia de largo plazo calculada con un filtro de Hodrick-Prescott con parámetro de suavizado de 400.000; iii) modelo econométrico de desequilibrio de los precios de la vivienda explicado por tendencias de largo plazo del ingreso disponible y los tipos de las hipotecas, y iv) modelo econométrico de desequilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda explicado por los precios de períodos anteriores, ingreso disponible, tipos de nuevas hipotecas y variables fiscales.

d Tasa de variación interanual.

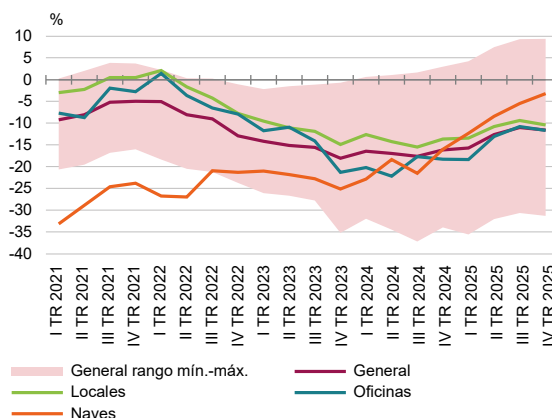
e Flujo acumulado en 12 meses. Incluye crédito a hogares e ISFLSH.

Gráfico A1.5 Riesgo en el mercado inmobiliario comercial

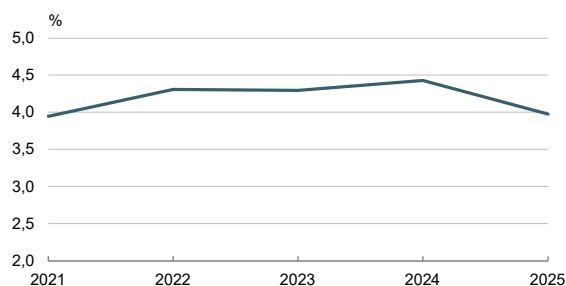
1 Índices de precios reales del mercado inmobiliario comercial (a)



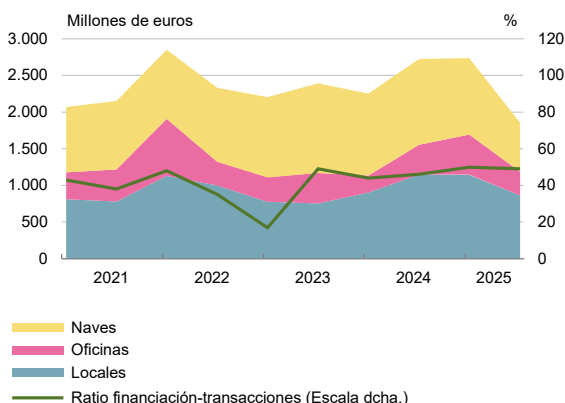
2 Indicador que relaciona los precios del mercado inmobiliario comercial con su tendencia y las del valor añadido del sector y los tipos de interés (b)



3 Peso del crédito inmobiliario comercial respecto al crédito total



4 Nuevo crédito real concedido con inmuebles comerciales como colateral (c)

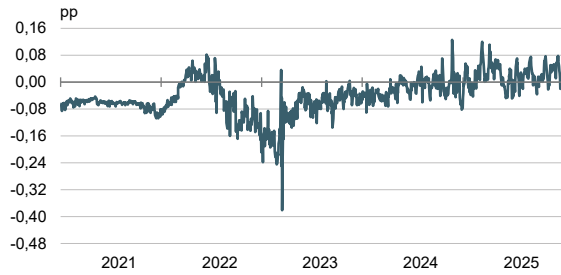


FUENTES: Colegio de Registradores, Banco de España y Autoridad Bancaria Europea. Última observación: diciembre de 2025.

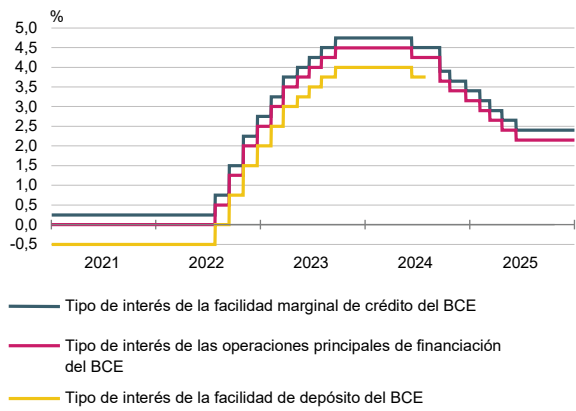
- a** Se obtienen a partir de estimaciones con un modelo de regresión hedónico en cada estrato. La frecuencia es trimestral. El índice agregado es la media ponderada por el peso relativo de las operaciones realizadas en cada trimestre en cada segmento (4 % oficinas, 78 % locales comerciales y 18 % naves industriales). Los inmuebles en zonas *prime* —situados en los barrios céntricos de los principales grandes núcleos urbanos de Barcelona, Bilbao, Madrid, Málaga, Palma y Valencia— representaron en 2025 el 4 % de las transacciones realizadas en el conjunto del segmento inmobiliario comercial. Los índices reales se obtienen ajustando los índices nominales por el deflactor implícito desestacionalizado del gasto en consumo final del conjunto de la economía.
- b** El indicador mostrado es el promedio de cuatro indicadores de desequilibrio independientes: brecha de precios (diferencia entre valor observado y tendencia estimada) usando el filtro de Hodrick-Prescott, brecha de precio sobre valor añadido bruto del sector usando el filtro de Hodrick-Prescott, modelo de mínimos cuadrados ordinarios y modelo de corrección del error. Véase Luis Fernández Lafuerza, Irene Roibás y Raquel Vegas. (2025). "Indicadores de desequilibrios de precios del mercado inmobiliario comercial". Documentos Ocasionales, 2507, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/39625>
- c** Para cada fecha, se muestra el flujo real de nuevo crédito concedido en los seis meses previos. Las magnitudes reales se obtienen ajustando los volúmenes nominales por el deflactor implícito desestacionalizado del gasto en consumo final del conjunto de la economía. La ratio financiación-transacciones (escala derecha) se calcula como el cociente entre el volumen total de crédito hipotecario concedido con inmuebles comerciales como colateral y el volumen total transaccionado en compraventas de inmuebles comerciales.

Gráfico A1.6 Riesgo de liquidez y financiación

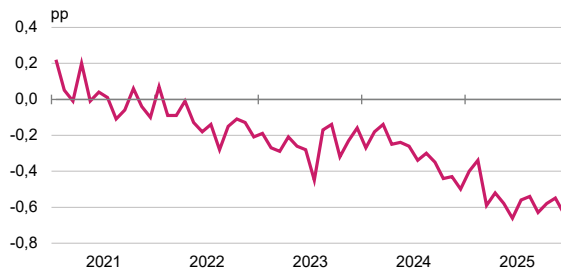
1 Diferencial entre el líbor y el OIS a tres meses



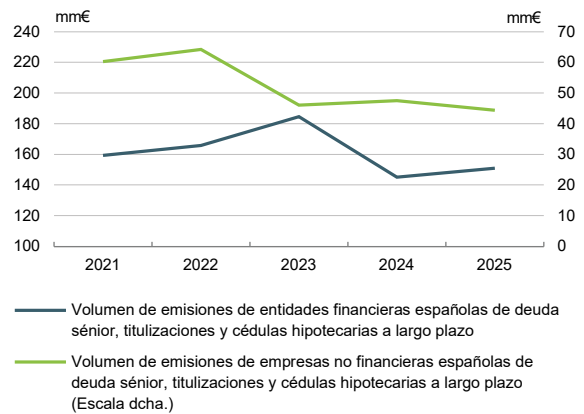
2 Tipos de interés de la política monetaria del Eurosistema



3 Diferencial de España respecto a la UEM en el tipo medio de interés de nuevo crédito de hasta 1 millón de euros a empresas



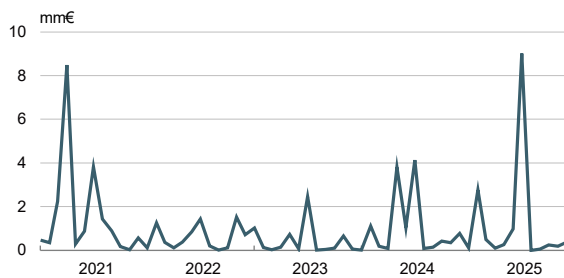
4 Emisiones de renta fija



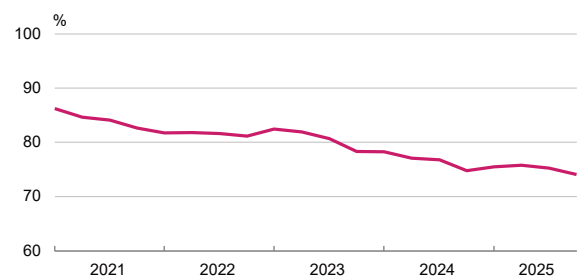
FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Gráfico A1.6 Riesgo de liquidez y financiación (cont.)

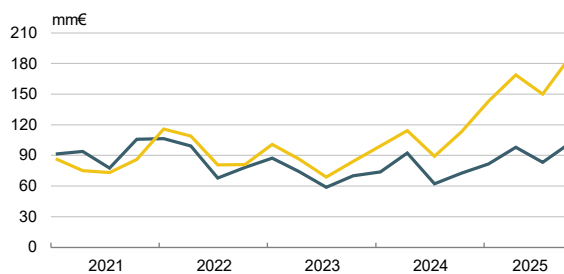
5 Emisiones de renta variable de empresas españolas



6 Ratio crédito-depósitos para otros sectores residentes (a)

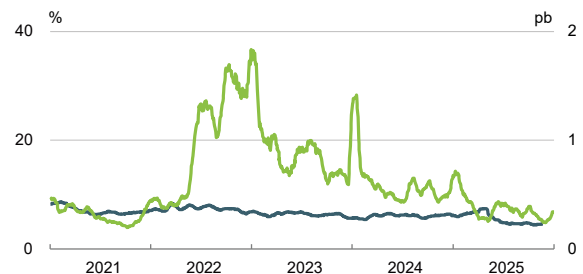


7 Contratación de renta variable española



— Renta variable española admitida en la bolsa española
— Renta variable española admitida en los mercados exteriores (Chi-X, Turquoise, BATS y otros)

8 Diferenciales *bid-ask*



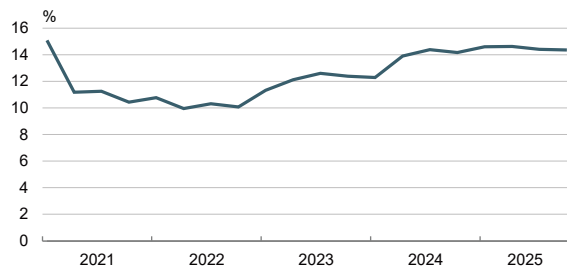
— Diferencial *bid-ask* del IBEX 35
— Diferencial *bid-ask* del bono de deuda soberana a diez años (Escala dcha.)

FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España.

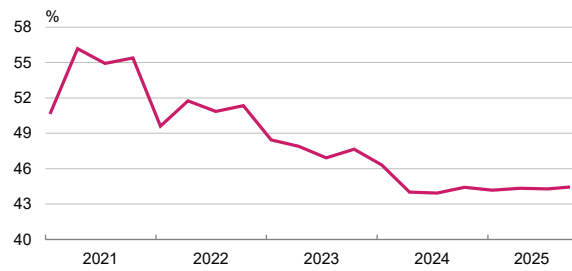
a Hogares y SNF.

Gráfico A1.7 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Bancos. Datos consolidados

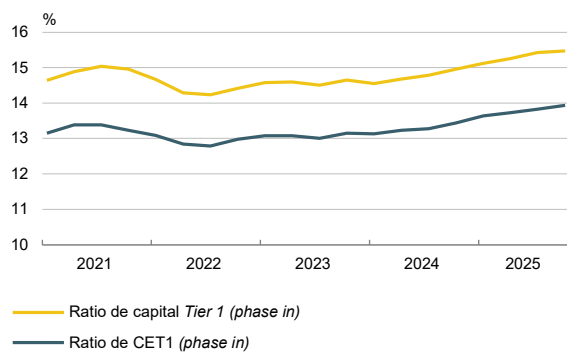
1 Return on equity (ROE) (a)



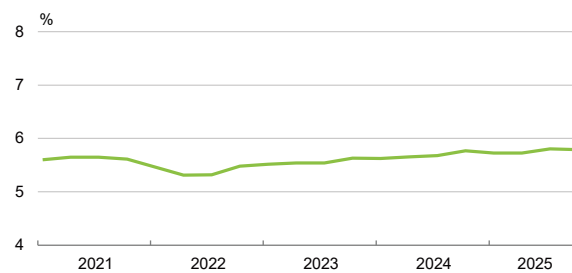
2 Ratio cost to income (b)



3 Ratios de capital



4 Ratio de apalancamiento (phase in)

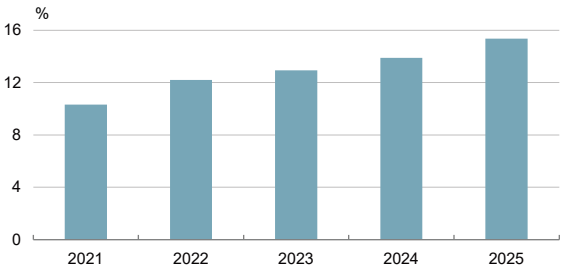


FUENTE: Banco de España.

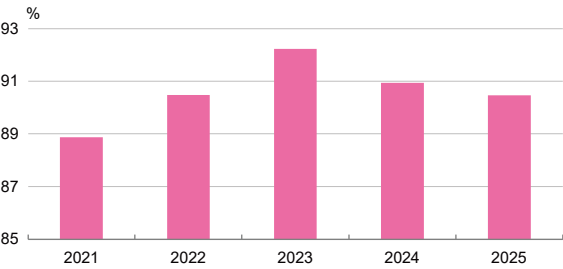
- a Resultado neto sobre patrimonio neto medio.
b Gastos de explotación sobre margen bruto.

Gráfico A1.7 Riesgo de solvencia y rentabilidad. Aseguradoras (cont.)

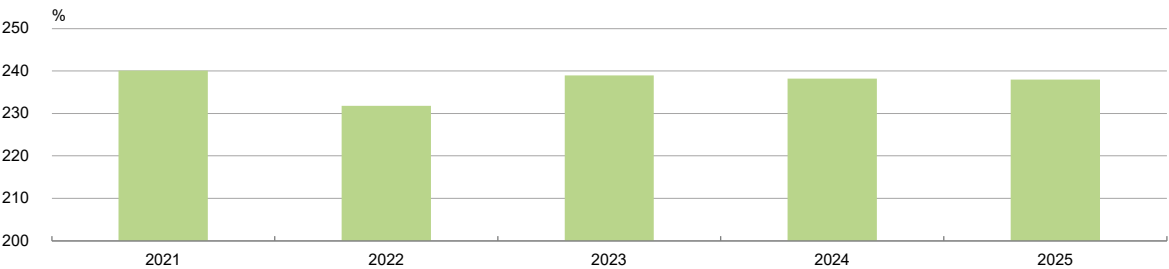
5 *Return on equity (ROE)*



6 Ratio combinada bruta no vida



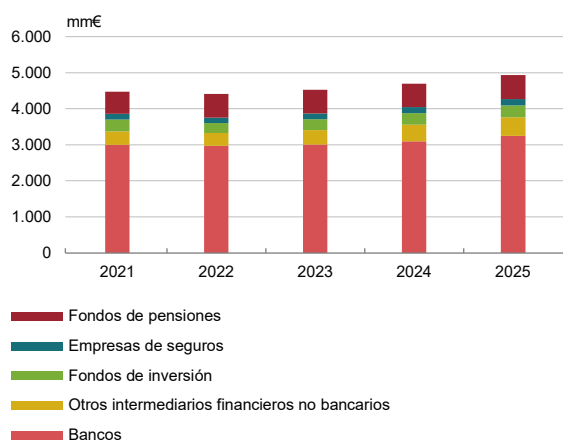
7 Ratio de solvencia



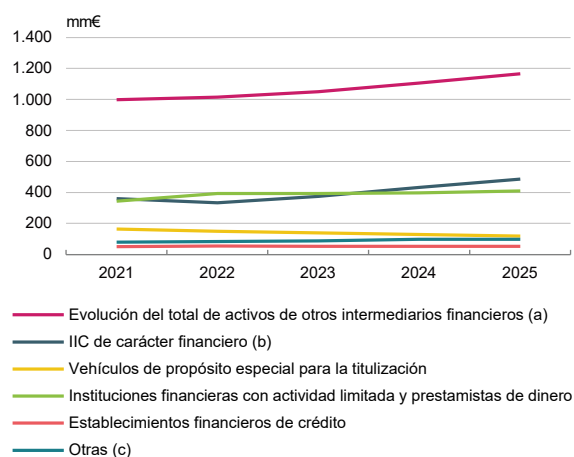
FUENTE: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Gráfico A1.8 Riesgos estructurales e interconexiones

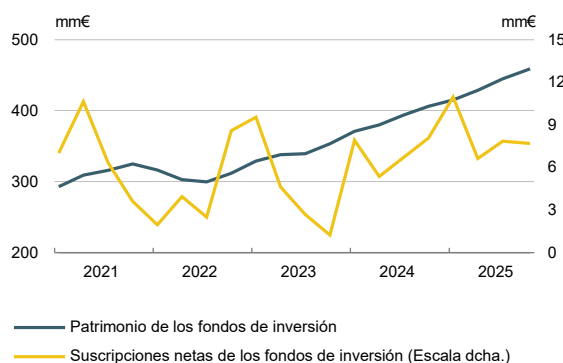
1 Evolución de los activos del sector financiero



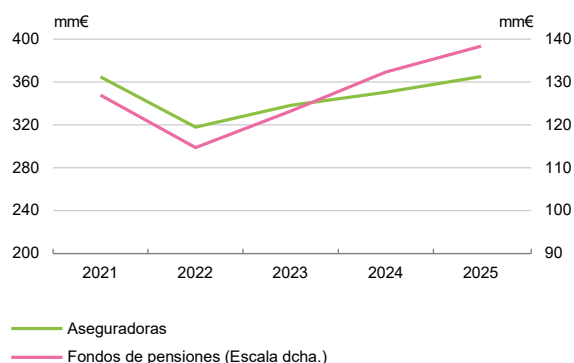
2 Evolución de los activos de otros intermediarios financieros



3 Fondos de inversión



4 Evolución de los activos de las aseguradoras y los fondos de pensiones



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y Banco de España.

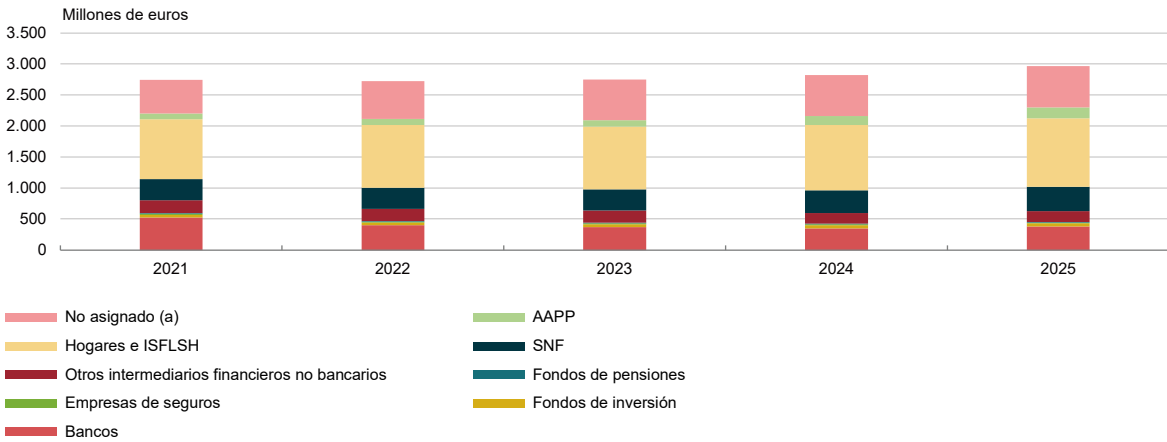
a Dato de 2021, provisional.

b Se incluyen los fondos de inversión (incluidos los fondos monetarios), las SICAV y las IIC de inversión libre.

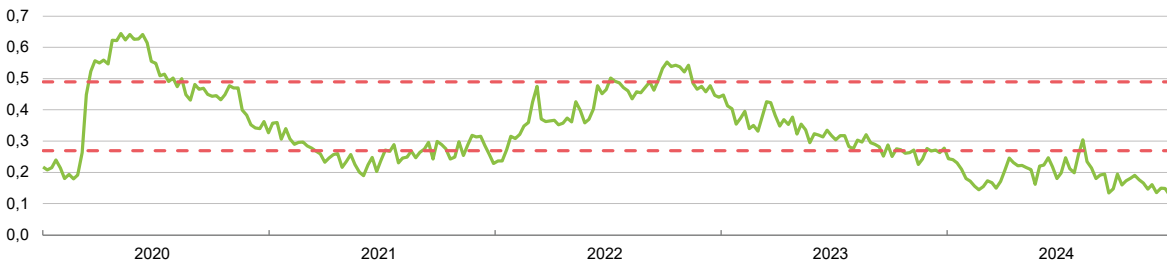
c A partir de 2020, los activos de la Sareb, por la reclasificación de esta entidad como Administración Pública, no están incluidos en este epígrafe.

Gráfico A1.8 Riesgos estructurales e interconexiones (cont.)

5 Pasivos del sector bancario, por sectores



6 Evolución del indicador de riesgo sistémico (a)



FUENTES: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Se evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y se agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas señalan que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a períodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a períodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a períodos de estrés elevado. Las líneas rojas discontinuas diferencian los niveles de estrés: elevado, intermedio y reducido.

Anejo 2 Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de relevancia para los miembros de la AMCESFI y otras autoridades en España

Cuadro A2.1 Recomendaciones relevantes de la JERS, por autoridad

Recomendación de la JERS	Banco de España	CNMV	DGSFP	Gobierno
Recomendación JERS/2025/9, de 25 de septiembre de 2025, sobre los sistemas de criptomonedas estables de múltiples emisores de terceros países (a)				
Recomendación JERS/2021/17, de 2 de diciembre de 2021, sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes				FC
Recomendación JERS/2020/6, de 25 de mayo de 2020, sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía	SE	FC/LC	SE	
Recomendación JERS/2015/1, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países	FC			
Recomendación JERS/2014/1, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas	FC			
Recomendación JERS/2012/2, de 20 de diciembre de 2012, sobre la financiación de las entidades de crédito	FC			
Recomendación JERS/2011/3, de 22 de diciembre de 2011, sobre el mandato macroprudencial de las autoridades nacionales				PC (b)
Recomendación JERS/2011/2, de 22 de diciembre de 2011, sobre la financiación de entidades de crédito en dólares estadounidenses	FC			
Recomendación JERS/2011/1, de 21 de septiembre de 2011, sobre la concesión de préstamos en moneda extranjera	FC			

FUENTES: Junta Europea de Riesgo Sistémico y elaboración propia.

NOTA: Las celdas sombreadas indican las autoridades a las que va dirigida cada recomendación. Se excluyen las recomendaciones dirigidas a la AMCESFI que ya se recogen en el cuadro 5.1 del capítulo 5. Tampoco se incluyen las recomendaciones de enmienda de recomendaciones previas. Se indica el grado de cumplimiento en los casos en los que existe informe de evaluación de la JERS, de acuerdo con la siguiente terminología: *fully compliant* –FC– (cumplimiento pleno); *largely compliant* –LC– (cumplimiento mayoritario); *partially compliant* –PC– (cumplimiento parcial); *materially non-compliant* –MN– (incumplimiento material); *sufficiently explained* –SE– (inacción justificada), e *insufficiently explained* –IE– (inacción injustificada).

- a La JERS dio de plazo a las autoridades nacionales competentes hasta el 31.12.2026 para cumplir con las subrecomendaciones H e I. En consecuencia, a la fecha de publicación de este Informe todavía no había evaluado su cumplimiento.
- b En la fecha de evaluación de esta recomendación, en España todavía no se había creado la AMCESFI y el desarrollo normativo de la materia se encontraba sin finalizar. Por tanto, esta calificación no refleja el grado de cumplimiento actual de la recomendación, que ya se puede considerar pleno.

Anejo 3 Publicaciones relevantes de las instituciones de la AMCESFI

El presente anejo recopila documentos regulares y artículos ocasionales de temática relacionada con el análisis de la estabilidad financiera y la política macroprudencial publicados por las instituciones miembros de la AMCESFI entre julio de 2025 y junio de 2026. Para las publicaciones correspondientes al primer semestre de 2025, véase el anejo 3 del *Informe Anual 2024* de la AMCESFI.

Banco de España

Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026

Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2025

Memoria de Supervisión 2025

Informe Anual 2025

“Macroprudential FX Regulations and Small Firms: Unintended Consequences for Credit Growth”

María Alejandra Amado

Documentos de Trabajo, 2604 (2026)

“Issuance yield of MREL-eligible bank debt: a benchmarking model”

Francisco González Rodríguez, Alberto Orts Torres, José María Serena Garralda y Miquel Tarí Sánchez

Documentos Ocasionales, 2607 (2026)

“Geopolitical risk: a database of general and bilateral indices”

Irma Alonso-Alvarez, Ekaterina Bukina, Marina Diakonova, Nino Khitarishvili, Javier J. Pérez y Pedro Piqueras

Documentos Ocasionales, 2603 (2026)

“A literature review on ex-ante and ex-post analysis of the implications of borrower-based macroprudential measures”

Adrián Carro, Jorge E. Galán, Enric Martorell y Raquel Vegas

Documentos Ocasionales, 2524 (2025)

“Ayudas directas de la línea COVID-19: los determinantes de la asignación y el efecto sobre el crédito bancario”

Marina García Gil y Dmitry Khametshin

Documentos Ocasionales, 2520 (2025)

“From risk to buffer: Calibrating the positive neutral CCyB rate”

Luis Herrera, Mara Pirovano y Valerio Scalone

Documentos de Trabajo, 2544 (2025)

“Diversifying sovereign risk in the Euro area: empirical analysis of different policy proposals”

Christian E. Castro, Ángel Estrada García y Gonzalo Fernández Dionis

Documentos de Trabajo, 2540 (2025)

“Banks’ specialization and private information”

Alejandro Casado y David Martínez-Miera

Documentos de Trabajo, 2539 (2025)

“Cross-border spillovers of bank regulations: Evidence of a trade channel”

María Alejandra Amado, Carlos Burga y José E. Gutiérrez

Documentos de Trabajo, 2538 (2025)

“Stablecoins y política regulatoria: Análisis comparado de la regulación en Estados Unidos, Reino Unido y la Unión Europea”

Lucas García Calvo y Diego Hernández García

Revista de Estabilidad Financiera, 50, primavera (2026)

“Efectos sobre el crédito hipotecario de una menor capacidad de endeudamiento de los hogares en España”

Gabriel Jiménez y Eduardo Pérez Asenjo

Revista de Estabilidad Financiera, 50, primavera (2026)

“Análisis del mercado de crédito privado en España”

Esther Cáceres, Martin Farias, Gianmarco Ruzzier y Clara (Chi) Xu

Revista de Estabilidad Financiera, 49, otoño (2025)

“El recurso de las empresas al crédito comercial y su relación con el crédito bancario en España”

Miguel García-Posada, Sergio Mayordomo, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino

Revista de Estabilidad Financiera, 49, otoño (2025)

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Nota de estabilidad financiera n.º 30. De próxima publicación

Nota de estabilidad financiera n.º 29. Diciembre 2025

Intermediación financiera no bancaria. Ejercicio 2024

Informe anual 2025

“Evolución de las entidades de capital riesgo entre 2013 y 2024”

María Dolores Santiago Cañizares y Gema Pedrón Fernández

Boletín de la CNMV. Octubre 2025

“¿Impactan las controversias ASG en el rendimiento de las compañías cotizadas?”

Jesús González Redondo y María Isabel Cambón Murcia

Boletín de la CNMV. Octubre 2025

“Informe sobre el estado de los activos digitales”

Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales

Documento de Trabajo n.º 94 (2026)

“Large Language Models and Stock Investing: Is the Human Factor Required?”

Ricardo Crisóstomo y Diana Mykhalyuk

Documento de Trabajo n.º 96 (2026)

“Tres décadas de Euribor: viabilidad y perspectivas de evolución”

María José Gómez Yubero, Ignacio Ollero García-Agulló y Miguel Palomero Aguilar

Documento Ocasional (2026)

“Transformación tecnológica, resiliencia y competitividad en la compensación europea”

María José Gómez Yubero, Bárbara Gullón Ojesto y Pablo Iglesias-Rodríguez

Documento Ocasional (2026)

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa

Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones

Informe del sector de seguros y fondos de pensiones 2024

Glosario

AAPP	Administraciones Públicas
AIFMD	<i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i> (Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos)
AMCESFI	Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera
APP	<i>Asset Purchase Programme</i> (programa de compras de activos)
APR	Activos ponderados por riesgo
ASG	Ambiental, social y de gobernanza
AT1	<i>Additional Tier 1</i>
ATM	Activos totales medios
BCE	Banco Central Europeo
CCA	Colchón de capital anticíclico
CCyB	<i>Countercyclical Capital Buffer</i> (CCA)
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i> (capital ordinario de nivel 1)
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COVID-19	<i>Coronavirus disease 2019</i> (enfermedad por coronavirus 2019)
CRS	Colchón contra riesgos sistémicos
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i> (programa de compras de deuda corporativa)
CTEF	Comité Técnico de Estabilidad Financiera (AMCESFI)
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
EBA	European Banking Authority (Autoridad Bancaria Europea)
ECC	Entidad de contrapartida central
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación)
EISM	Entidad de importancia sistémica mundial
EPA	Encuesta de Población Activa
ESMA	European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)
EUR	Euro
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera)
HQLA	<i>High-quality liquid assets</i> (activos líquidos de alta calidad)
IA	Inteligencia artificial
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFNB	Intermediación financiera no bancaria
IIC	Instituciones de inversión colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística

IPC	Índice de precios de consumo
IRS	<i>Interest rate swap</i> (permuta de tipos de interés)
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
LCR	<i>Liquidity coverage ratio</i> (ratio de cobertura de liquidez)
LEI	<i>Legal Entity Identifier</i> (identificador de entidad jurídica)
MiCA	<i>Markets in Crypto-Assets</i> (reglamento sobre mercados de criptoactivos)
mm	Miles de millones
NSFR	<i>Net stable funding ratio</i> (ratio de financiación estable neta)
OEIS	Otras entidades de importancia sistémica
OIS	<i>Overnight interest swap</i> (permuta de tipos de interés a un día)
ORSA	<i>Own risk and solvency assessment</i> (evaluación interna de riesgos y solvencia)
pb	Puntos básicos
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (programa de compras de emergencia frente a la pandemia)
PER	<i>Price earnings ratio</i> (ratio entre el precio o valor y los beneficios)
PIB	Producto interior bruto
pp	Puntos porcentuales
ROA	<i>Return on assets</i> (rentabilidad sobre el activo)
ROE	<i>Return on equity</i> (rentabilidad sobre el patrimonio neto)
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SNF	Sociedades no financieras
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i> (operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico)
TR	Trimestre
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
USD	Dólar de Estados Unidos

Fecha de cierre: 30 de junio de 2026.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Ministerio de Economía, Comercio y Empresa - Banco de España -
Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2026

ISSN: 2660 - 4116