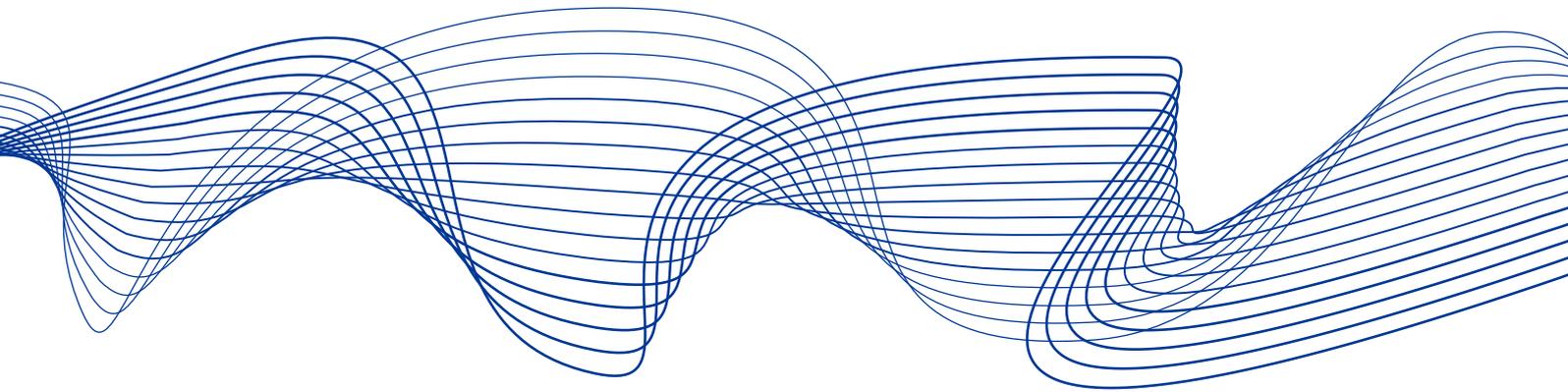




JERS
Junta Europea de Riesgo Sistémico
Sistema Europeo de Supervisión Financiera

JERS

Informe Anual 2024



Índice

Prólogo	3
Resumen ejecutivo	6
1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE	11
1.1 Evaluación global de los riesgos	11
Recuadro 1 Implicaciones para la estabilidad financiera de las restricciones comerciales impuestas por Estados Unidos en abril-mayo de 2025	11
1.2 Principales riesgos para la estabilidad financiera	15
Recuadro 2 Seguimiento del riesgo de liquidez sistémica	17
Recuadro 3 Relaciones comerciales y financieras con países geopolíticamente distantes	27
1.3 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos	29
Recuadro 4 Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria	32
Recuadro 5 Seguimiento de los riesgos en el mercado de titulizaciones de la UE	34
2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico	35
2.1 Iniciativas para abordar la acumulación de vulnerabilidades y riesgos en el sistema financiero	36
Recuadro 6 Principales desarrollos en los mercados mundiales de criptoactivos entre enero de 2024 y marzo de 2025	40
2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito	45
2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias	48
3 Análisis de las medidas nacionales	53
3.1 Descripción de las medidas nacionales	54
3.2 Colchón de capital anticíclico	57
3.3 Colchón contra riesgos sistémicos	60

3.4	Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)	61
3.5	Medidas de ponderación de riesgo	62
3.6	Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios	64
3.7	Otras medidas	66
3.8	Reciprocidad	67
4	Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas	70
4.1	Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS	70
4.2	Informe del Grupo de trabajo de alto nivel	74
4.3	Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales	75
4.4	Actos públicos de la JERS	76
	Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2024 y el 31 de marzo de 2025	78
	Documentos de Trabajo	78
	Documentos Ocasionales	78
	Informes de la JERS	78
	<i>Risk dashboards</i>	79
	Pruebas de resistencia	79
	Dictámenes	79
	Informes del Comité Científico Consultivo (CCC)	80
	Informes de cumplimiento	80
	Recomendaciones	81
	Respuestas y cartas	81

Prólogo



Me complace presentar el decimocuarto Informe Anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), que abarca el período comprendido entre el 1 de abril de 2024 y el 31 de marzo de 2025. Este informe responde a las obligaciones de transparencia y de rendición de cuentas de la JERS. Su objetivo es comunicar a los legisladores de la Unión Europea (UE) y a los ciudadanos europeos en general cómo ha cumplido la institución su mandato.

Los doce meses del período analizado han sido difíciles. Sin embargo, el sistema financiero de Europa ha mostrado capacidad de resistencia. La mayoría de las entidades de crédito y de las empresas de seguros han registrado unos beneficios históricamente elevados, y los activos financieros han ganado atractivo para los inversores internacionales. Con todo, no es momento para la complacencia: los cambios rápidos y radicales que se están produciendo en el entorno geopolítico siguen constituyendo un reto para todos nosotros.

La política macroprudencial ha ayudado al sector financiero a hacer frente a las vulnerabilidades tradicionales. Las autoridades siguieron tomando medidas para abordar retos tales como la acusada volatilidad de los mercados inmobiliarios residencial y comercial, que se caracterizó por una exuberancia excesiva e insostenible, prolongada aversión al riesgo y materialización de riesgos. El sector inmobiliario continúa siendo un área de preocupación en algunos casos, pero se ha avanzado mucho para contener su impacto sobre el sector financiero.

Es necesario adoptar un enfoque sistémico de política macroprudencial en el entorno actual, en el que los riesgos bancarios se ven agravados por las vulnerabilidades en otros sectores del sistema financiero. Tras la crisis financiera global, el sector financiero europeo se caracterizaba por el papel central de los bancos, lo que generó preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera debido a la falta de alternativas. En respuesta, los legisladores de la UE dotaron a las autoridades macroprudenciales de un amplio conjunto de herramientas bancarias. Actualmente, entidades no bancarias originan una parte significativa del crédito. Una oferta más variada de servicios financieros es una oportunidad para la economía real, pero también una fuente de riesgo. Por tanto, en los últimos años, la JERS ha propugnado un conjunto complementario de herramientas de política macroprudencial con objeto de abordar los riesgos procedentes de la intermediación financiera no bancaria. Esta cuestión sigue siendo urgente y espero que los legisladores de la UE implementen reformas regulatorias.

La JERS también ha defendido un enfoque de legislación más basada en las actividades, lo que podría evitar o mitigar la transferencia del riesgo entre sectores financieros. En noviembre de 2024, la JERS publicó un **informe** que muestra las ventajas de combinar el actual foco en las entidades con un foco en las actividades. El marco legislativo vigente está fragmentado entre diferentes entidades jurídicas y no tiene en cuenta cómo interactúan. A título de ejemplo, las entidades de contrapartida central (ECC), los miembros compensadores y los clientes

bancarios forman un ecosistema de compensación integrado que puede absorber los riesgos de crédito, pero también amplificar los riesgos de liquidez. Esto requiere gran atención por parte de la JERS y de todas las autoridades sectoriales. Celebro la reciente creación del Mecanismo de seguimiento conjunto (*Joint Monetary Mechanism*), que reúne a todas las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), la JERS, el BCE y las autoridades nacionales con el objetivo de identificar plenamente las implicaciones macrofinancieras de dichas interacciones.

Se ha hablado mucho de la necesidad de establecer urgentemente una unión de ahorros e inversiones. A este respecto, ha sido un placer contar con la participación de la comisaria europea Maria Luísa Albuquerque en la primera reunión de la Junta General de la JERS después de su nombramiento. Dialogamos sobre la forma en que la política macroprudencial puede proporcionar un elemento adicional de estabilidad macrofinanciera y, por ende, apoyar la integración de los mercados financieros en beneficio de los ciudadanos y de las empresas. En mi intervención ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, también subrayé la necesidad de seguir desarrollando las competencias supervisoras europeas para reducir los riesgos de fragmentación.

Durante el período analizado, nuevos actores y nuevos productos entraron en el mercado financiero europeo. Un ejemplo son los proveedores de servicios de criptoactivos, que representan una novedad en el mundo de las finanzas. Pero los actores tradicionales también están aumentando la oferta de servicios de criptoactivos a sus clientes. Esto genera oportunidades, pero también un nuevo conjunto de riesgos. Durante el período considerado entró en vigor el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA, por sus siglas en inglés). En mi condición de presidenta de la JERS, en varias ocasiones he mencionado que la Unión Europea debería considerar una integración del régimen MiCA. Este Informe Anual también recoge preocupaciones sobre la fungibilidad de las *stablecoins* emitidas tanto en la UE como en un tercer país (*multi-issuance schemes*), que son compartidas por varias instituciones miembros de la JERS.

Los ciberdelincuentes y los atacantes al servicio de Estados forman un nexo que plantea nuevos riesgos híbridos para la estabilidad financiera. La JERS publicó un **informe** en el que analizaba los marcos nacionales y paneuropeos para aumentar la ciberresiliencia del sector financiero. En el contexto del Reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA, por sus siglas en inglés), las AES crearon un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos (EU-SCICF, por sus siglas en inglés) al que la JERS se incorporó en enero de 2025. El EU-SCICF es un foro para que las autoridades financieras intercambien información confidencial durante ciberincidentes a gran escala, también sobre su posible propagación y medidas de mitigación. Su activación oportuna puede minimizar los fallos de coordinación entre autoridades. También puede utilizarse en incidentes operativos más amplios cuya causa solo suele poder determinarse una vez transcurrido un período de tiempo significativo.

El Reglamento de la JERS establecía que el marco legal de la institución se revisara antes del final de 2024. En este contexto, se pidió a un grupo de cuatro expertos que ofrecieran su opinión independiente sobre el **futuro de la JERS**. Una

de las ambiciones a más largo plazo de la JERS es desarrollar la capacidad de llevar a cabo pruebas de resistencia *top-down* sistémicas. Un primer paso importante fue una prueba de resistencia de liquidez de todo el sistema financiero de la UE, que se finalizó durante el período analizado.

El exitoso trabajo de la JERS es fruto en gran medida de la dedicación de muchas personas de las instituciones miembros y de los expertos reconocidos de nuestro Comité Científico Consultivo. Me gustaría agradecerles a todos sus contribuciones, que se reconocen en las numerosas publicaciones de la JERS. Aquí me limitaré a mencionar a algunas personas con las que he mantenido un contacto más estrecho, en particular François Villeroy de Galhau, gobernador de la Banque de France, por el apoyo prestado en el Comité Director, en el que tuve el placer de dar la bienvenida a Joachim Nagel, presidente del Deutsche Bundesbank, como su sucesor. Permítanme también expresar mi gratitud a Pablo Hernández de Cos, que aceptó continuar presidiendo el Comité Técnico Consultivo durante un año tras la finalización de su mandato como gobernador del Banco de España. También me siento agradecida a Aino Bunge, subgobernadora del Sveriges Riksbank, por haber aceptado el puesto de vicepresidenta del Comité Técnico Consultivo. Expreso mi agradecimiento, asimismo, a Stephen Cecchetti por presidir el Comité Científico Consultivo, y a Thorsten Beck por asumir esta función tan exigente. Y ninguno de estos trabajos hubiera sido posible sin la inquebrantable dedicación del equipo de la JERS, bajo la dirección del jefe de la Secretaría de la JERS, Francesco Mazzaferro.

Christine Lagarde

Presidenta de la JERS

Resumen ejecutivo

El período analizado en este Informe Anual abarca desde el 1 de abril de 2024 hasta el 31 de marzo de 2025.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) llevó a cabo su identificación y evaluación periódicas de las vulnerabilidades y los riesgos.

La economía de la UE se enfrentó a importantes retos para la estabilidad financiera durante el período analizado, debido fundamentalmente a factores externos. Entre los principales riesgos cabe mencionar las tensiones en Oriente Próximo y la incesante guerra de agresión de Rusia contra Ucrania. Estos hechos generaron volatilidad en los precios de las materias primas y temores inflacionistas, que se vieron mitigados por los esfuerzos de la UE por reducir su dependencia de la energía rusa. Asimismo, la incertidumbre global originada por los cambios en las políticas de Estados Unidos —como las restricciones comerciales y la expansión fiscal propuestas— contribuyó a la mayor volatilidad de los mercados y a las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento económico de la UE. Pese a que el ritmo de avance de la economía de la UE mejoró ligeramente en 2024, las perspectivas siguieron siendo débiles como consecuencia de estas incertidumbres. Las tendencias inflacionistas se moderaron a principios de 2025, y se alinearon con las expectativas de estabilidad de precios a medio plazo. Las vulnerabilidades de las empresas continuaron siendo elevadas, con un aumento de las insolvencias y una reducción de los beneficios debido a los altos costes y a la debilidad de la demanda. Las empresas más pequeñas y aquellas con exposiciones sustanciales en Estados Unidos se vieron especialmente afectadas. El sector hogares de la UE mostró resiliencia, respaldado por el descenso de la inflación, las bajas tasas de desempleo, la disminución de los costes de financiación y el repunte de los precios inmobiliarios. El apetito de riesgo fue intenso en los mercados financieros y las cotizaciones bursátiles subieron, sobre todo en Estados Unidos. Sin embargo, los riesgos geopolíticos y macroeconómicos siguen afectando a las valoraciones de los activos. Las entidades de crédito europeas mantuvieron su capacidad de resistencia y registraron beneficios récord, pero los desafíos futuros podrían poner a prueba dicha capacidad. Las elevadas ratios de deuda pública en relación con el PIB y las crecientes amenazas de seguridad hicieron necesaria una gestión prudente de la sostenibilidad fiscal y un aumento de la financiación destinada a defensa.

Poco después de la fecha de cierre de este Informe Anual, la Administración de Estados Unidos impuso elevados aranceles a sus principales socios comerciales con el fin de reducir el déficit comercial del país. Estas restricciones comerciales, que se impusieron a principios de abril, dieron lugar a revisiones sustanciales de las perspectivas económicas mundiales y provocaron un aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Las encuestas muestran que los participantes en los mercados han rebajado sus previsiones de crecimiento, en particular para la economía estadounidense. Los aranceles también incrementaron las expectativas de inflación, ya que se espera que una parte de los mayores costes

de importación se traslade a los consumidores. Pese a la intensa volatilidad y a la reducida liquidez observadas en determinadas categorías de activos, los mercados financieros internacionales mantienen en general su capacidad de resistencia, sin un impacto perceptible en el proceso de formación de precios. Si los aranceles se mantienen en el tiempo, los riesgos para la estabilidad financiera pueden materializarse en la UE, por lo que las autoridades europeas deben seguir de cerca su evolución.

La JERS amplió su marco de seguimiento en cumplimiento de su mandato de monitorización de los riesgos sistémicos del sector financiero de la UE. Como parte de este mandato, en febrero de 2025 la JERS publicó un informe en el que se establece un marco global de seguimiento de los riesgos de liquidez sistémica¹. Este nuevo marco introduce un amplio conjunto de indicadores que cubren los riesgos de liquidez de financiación de las entidades de crédito, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión, así como los riesgos de liquidez de mercado de las principales clases de activos. La JERS también desarrolló su marco de seguimiento del mercado de titulizaciones de la UE. En su reunión de marzo de 2025, la Junta General de la JERS debatió y aprobó un informe que se publicó en mayo, una vez finalizado el período analizado². Por último, la JERS publicó su informe periódico de seguimiento de las vulnerabilidades y los riesgos relacionados con determinados intermediarios financieros no bancarios³.

Las pruebas de resistencia ayudan a evaluar las vulnerabilidades del sistema financiero frente a la posible materialización de riesgos. En ellas se simula la respuesta de las entidades financieras en supuestos de condiciones económicas y financieras adversas, lo que facilita la gestión de riesgos y la prevención de crisis. De conformidad con sus mandatos, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) son responsables de coordinar las pruebas de resistencia a escala de la UE que sean de su competencia, en colaboración con la JERS. Durante el período analizado, la JERS proporcionó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) el escenario adverso para las directrices sobre las pruebas de resistencia de los fondos del mercado monetario (FMM) de 2024. También aportó el escenario adverso para la prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2025 coordinada por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) y dos escenarios adversos para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo a escala de la UE de 2025 coordinada por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés). Todos los escenarios se construyeron a medida para cubrir los modelos de negocio y los perfiles de riesgo de los distintos tipos de entidades financieras incluidas en los ejercicios específicos. Además de contribuir a las pruebas de resistencia sectoriales de las AES, la JERS desarrolló una prueba de resistencia de liquidez sistémica con el fin de entender mejor la dinámica de los riesgos de liquidez en todo el sistema financiero de la UE. El objetivo de este

¹ Véase «[Systemic liquidity risk: a monitoring framework](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, febrero de 2025.

² Véase «[Unveiling the impact of STS-balance securitisation on EU financial stability](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, mayo de 2025.

³ Véase «[NBFJ Monitor](#)», n.º 9, Junta Europea de Riesgo Sistémico, junio de 2024.

ejercicio es conocer las interconexiones entre sectores y dentro de cada sector en la UE, así como cuantificar el impacto de una perturbación de liquidez agregada en la UE.

Los trabajos de la JERS para evaluar y abordar las vulnerabilidades que podrían plantear riesgos para la estabilidad financiera se basan en datos granulares y de alta calidad. La JERS tiene acceso a determinados datos granulares sobre operaciones o entidades concretas de forma regular y continua. Entre ellos se incluye información sobre operaciones con derivados, operaciones de financiación de valores, titulaciones y fondos de inversión alternativos. Durante el período considerado, la JERS continuó analizando estos datos, cumpliendo su mandato de evaluar los riesgos para la estabilidad financiera. Sin embargo, la capacidad de la JERS para cumplir este objetivo de la manera más eficaz se ve obstaculizada por la falta de acceso regular y continuo a ciertos datos granulares, por ejemplo sobre ciertos tipos de fondos de inversión y empresas de seguros. En este contexto, la JERS expuso su opinión sobre la manera de mejorar el intercambio de información entre las AES y la JERS, con el fin de lograr una mayor alineación entre su acceso a los datos, y sus objetivos y su mandato⁴. Al final del período analizado, estas cuestiones aún no se habían abordado.

La JERS también subrayó la necesidad de adoptar una perspectiva sistémica, ya que es fundamental para cumplir su mandato de ocuparse de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE.

La necesidad de adoptar un enfoque sistémico global es cada vez mayor porque las interdependencias entre los bancos y las entidades financieras no bancarias desdibujan los límites entre los distintos sectores del sistema financiero. La JERS expuso su visión sobre un enfoque global de evaluación y mitigación de los riesgos para la estabilidad financiera en su respuesta a la consulta de la Comisión Europea para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios⁵. La importancia de esta perspectiva global quedó reflejada en un informe sobre la revisión del Reglamento de la JERS. Dicho informe fue elaborado por un Grupo de alto nivel compuesto por cuatro miembros familiarizados con el trabajo y el funcionamiento de la JERS⁶.

En consecuencia, la JERS continuó trabajando en importantes temas intersectoriales y transfronterizos. La JERS aplicó este enfoque sistémico a tres actividades que considera importantes para la estabilidad financiera: la gestión de activos, la compensación y la concesión de crédito. Durante el período analizado, también formuló propuestas de políticas intersectoriales para ayudar a abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los criptoactivos y las actividades relacionadas con ellos, así como del ajuste de los márgenes de garantía. Además,

⁴ Para más información, véase la [carta de la JERS sobre el intercambio de información](#) entre las AES y la JERS publicada el 19 de agosto de 2024.

⁵ Véase la [respuesta de la JERS a la consulta de la Comisión Europea sobre la evaluación de la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios](#).

⁶ Para más información, véase el [informe del Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS titulado «Building on a decade of success»](#), Junta Europea de Riesgo Sistémico, diciembre de 2024.

la institución siguió trabajando en propuestas para contribuir a prevenir o mitigar los riesgos para la estabilidad financiera generados por los ciberincidentes sistémicos, así como los riesgos originados por la evolución de los mercados inmobiliarios comercial y residencial.

De forma paralela, la JERS siguió desarrollando sus políticas sectoriales dirigidas a las entidades de crédito y a las entidades financieras no bancarias, dado que también contribuyen a la estabilidad general del sistema financiero.

La JERS continuó avanzando en políticas específicas para el sector bancario. Esta labor incluyó la aportación de comentarios para la revisión del marco macroprudencial que está llevando a cabo la Comisión Europea, especialmente en las reuniones del Grupo de expertos en banca, pagos y seguros de la Comisión Europea celebradas en octubre de 2024 y marzo de 2025.

La JERS siguió aplicando su marco común de orientación macroprudencial para las entidades de crédito en la evaluación de la orientación macroprudencial de los miembros de la JERS, con el fin tanto de respaldar como de cuestionar sus decisiones nacionales de política macroprudencial. Una de las tareas llevadas a cabo durante el período analizado fue profundizar en el análisis de cada país. La JERS tiene previsto ampliar este análisis para incluir a los intermediarios financieros no bancarios en su momento.

Además, la JERS, junto con el Banco Central Europeo (BCE), publicó un informe con el fin de conocer mejor cómo se está aplicando el concepto de colchón de capital anticíclico (CCA) positivo neutral en los países del Espacio Económico Europeo (EEE). En el informe se exponían las opiniones de los miembros sobre el camino que debe seguir la legislación europea, incluidas sugerencias para facilitar el uso del CCA en una fase más temprana del ciclo financiero.

La JERS también siguió trabajando en políticas específicas para las entidades financieras no bancarias. Durante el período analizado anterior, los legisladores de la UE alcanzaron un acuerdo político sobre los textos de «nivel 1» que establecen las normas prudenciales que regulan los fondos de inversión, las empresas de seguros y las entidades de contrapartida central (ECC). En el período examinado en este Informe, la JERS propuso modificar algunas de estas normas para aumentar la capacidad de resistencia de las entidades financieras no bancarias. También proporcionó asesoramiento a la EIOPA y a la ESMA sobre aspectos macroprudenciales de determinados textos de «nivel 2» y «nivel 3» que están elaborando las AES para aplicar las nuevas normas prudenciales. Por ejemplo, se realizaron propuestas y se prestó asesoramiento sobre las normas prudenciales aplicables a las ECC, los fondos de inversión y las empresas de seguros.

La JERS continuó desempeñando una función de vigilancia en la evaluación de las medidas nacionales.

Las autoridades nacionales notifican a la JERS las medidas

macroprudenciales adoptadas y, en algunos casos, debe emitir una opinión sobre su uso o sobre la reciprocidad.

En el sector bancario, varios Estados miembros endurecieron aún más sus políticas macroprudenciales basadas en el capital durante el período analizado. Sin embargo, algunas medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios se suprimieron o se relajaron. Se introdujeron diversas medidas basadas en el capital, en su mayoría relativas a los CCA, dirigidas principalmente a endurecer las orientaciones de las políticas macroprudenciales. También se aplicaron varias medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios, aunque sin constatarse una dirección concreta hacia el endurecimiento o la relajación de la orientación de dichas políticas. Si se consideran los requerimientos agregados de colchones de capital en todo el EEE, los colchones contra riesgos sistémicos han disminuido en general desde la pandemia, pero esta disminución se ha visto compensada en su mayor parte por la acumulación de CCA de magnitud similar en términos agregados. En el sector financiero no bancario, la Commission de Surveillance du Secteur Financier de Luxemburgo y el Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland anunciaron que introducirían límites al apalancamiento de conformidad con el artículo 25, apartado 3, de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA). Esta es una de las pocas herramientas macroprudenciales de las que disponen las autoridades para reducir las vulnerabilidades sistémicas de las entidades financieras no bancarias, y la JERS fue informada de estas medidas durante el período de referencia anterior.

La JERS cumplió con sus obligaciones de rendición de cuentas y de información ante el Parlamento Europeo y el público en general.

La presidenta de la JERS intervino en una audiencia pública ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo el 4 de diciembre de 2024 y celebró dos reuniones a puerta cerrada con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión con el fin de analizar los riesgos para la estabilidad financiera. El vicepresidente primero de la JERS compareció ante la ECON el 20 de febrero de 2025 para tratar el asesoramiento estratégico sobre el futuro de la JERS. En lo que respecta a su obligación de rendir cuentas al público, la JERS publicó su Informe Anual de 2023 en julio de 2024. Asimismo, la JERS contribuyó al Programa de evaluación del sector financiero de la zona del euro del Fondo Monetario Internacional (FMI) que se llevó a cabo en octubre de 2024 y febrero-marzo de 2025. El FMI ha formulado varias recomendaciones a la JERS. La Junta General de la JERS había solicitado al Grupo de alto nivel sobre la revisión del Reglamento de la JERS que contribuyese a la segunda revisión de este proporcionando asesoramiento estratégico sobre el futuro de la institución. El informe del Grupo se publicó en diciembre de 2024 y se envió a la Comisión Europea, al Parlamento Europeo y al Consejo de la Unión Europea.

1 Los riesgos sistémicos del sistema financiero de la UE

1.1 Evaluación global de los riesgos

Recuadro 1

Implicaciones para la estabilidad financiera de las restricciones comerciales impuestas por Estados Unidos en abril-mayo de 2025

La finalidad de este recuadro es analizar las implicaciones para la estabilidad financiera de las significativas restricciones comerciales impuestas por Estados Unidos después de la fecha de cierre de este Informe Anual. El análisis abarca el período comprendido entre el 1 de abril y el 31 de mayo de 2025.

El 2 de abril, la Administración de Estados Unidos decidió imponer aranceles significativos a sus principales socios comerciales, con el fin de reducir el déficit comercial del país. Se aplicó un arancel mínimo del 10 % a todas las importaciones estadounidenses, y aranceles incluso más elevados a 57 de sus socios comerciales. China reaccionó inmediatamente introduciendo aranceles más altos. El 9 de abril, el presidente Trump anunció una tregua arancelaria de 90 días para los países que no habían tomado represalias y redujo todos los aranceles recíprocos al 10 %, mientras que en el caso de China se incrementaron hasta el 145 %. El 12 de mayo, el país norteamericano acordó recortar al 30 % los aranceles a los bienes chinos, mientras que China rebajó al 10 % los aranceles a los productos estadounidenses. Ambas partes acordaron valorar la situación al cabo de 90 días.

Las restricciones comerciales que introdujo la Administración estadounidense el 2 de abril provocaron revisiones significativas de las perspectivas económicas globales y un incremento de la volatilidad en los mercados financieros. La aplicación de los aranceles y la persistencia de la incertidumbre sobre cuánto tiempo estarían vigentes tuvieron un impacto acusado en las perspectivas económicas globales. Las proyecciones de crecimiento económico de la mayoría de los principales mercados se corrigieron a la baja, en particular para la economía estadounidense. Los aranceles también dieron lugar a un aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos, ya que se esperaba que una parte de la subida de los costes de las importaciones se trasladara a los consumidores. El alcance y la magnitud de los aranceles impuestos por dicho país fueron mayores de lo anticipado por los participantes en los mercados. En consecuencia, los precios de los activos de mayor riesgo —como las acciones y los valores de renta fija privada

de alto rendimiento— experimentaron una caída pronunciada en un entorno de extrema volatilidad, ya que los inversores desplazaron sus fondos hacia activos más seguros. Los riesgos disminuyeron ligeramente en la segunda quincena de abril y continuaron reduciéndose en mayo con la reversión de algunos aranceles por parte de la Administración estadounidense. Pese a la escasa liquidez observada en determinadas clases de activos, los mercados financieros internacionales mantuvieron, en general, capacidad de resistencia, sin un impacto perceptible en la formación de precios.

La decisión de la Administración estadounidense de imponer aranceles generalizados plantea riesgos adicionales para la estabilidad financiera de la UE. Si los aranceles son duraderos, los riesgos para la estabilidad financiera de la UE podrían materializarse. Cabe la posibilidad de que una disminución del crecimiento y un aumento de la incertidumbre acerca de la inflación reduzcan la demanda de bienes, lo que podría traducirse en una caída de los beneficios y en tasas más elevadas de insolvencias de empresas. Además, es probable que el desempleo aumente, lo que daría lugar a mayores dificultades financieras para los hogares. Un período prolongado de restricciones comerciales y alta incertidumbre también podrían desencadenar una corrección desordenada de los precios de los activos, posiblemente amplificada por el sector financiero no bancario. La combinación de bajo crecimiento y caída de los precios de los activos puede tener consecuencias adversas para el sector bancario, entre ellas un incremento de los costes de financiación, un descenso de la rentabilidad y un deterioro de la calidad de los activos.

Los riesgos para la estabilidad financiera continuaron siendo elevados en 2024 y a principios de 2025, y las perspectivas se vieron afectadas por el aumento de las tensiones comerciales y geopolíticas.

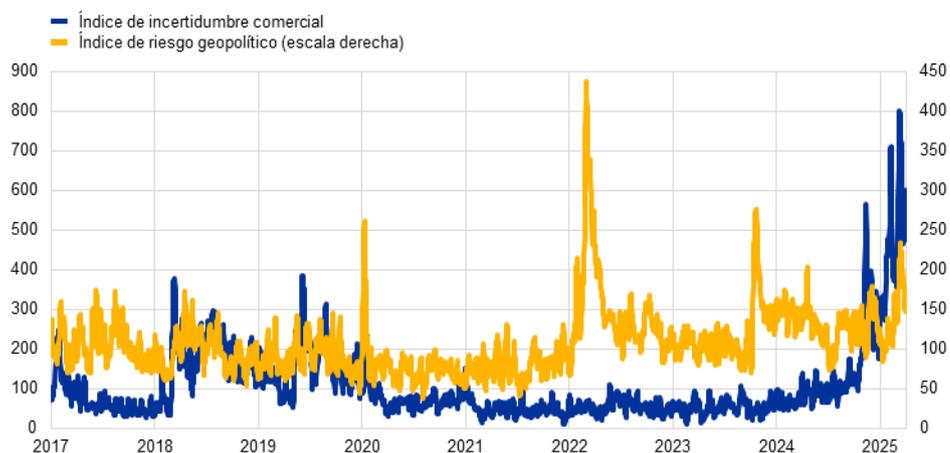
Durante el período analizado (del 1 de abril de 2024 al 31 de marzo de 2025), la economía de la UE tuvo que hacer frente a retos significativos para la estabilidad financiera derivados de factores externos. Entre los principales motivos de preocupación cabe mencionar las tensiones en Oriente Próximo, que provocaron una volatilidad transitoria de los precios de las materias primas y mayores temores de que se generaran presiones inflacionistas a escala global. Además, la agresión continuada de Rusia contra Ucrania comportó riesgos moderados para la estabilidad financiera que se vieron mitigados por los esfuerzos de las instituciones de la UE por reducir la dependencia y la exposición financiera de la región a la energía rusa. Al mismo tiempo, los cambios en las políticas de Estados Unidos —entre ellos las restricciones comerciales y la expansión fiscal propuestas— ocasionaron un aumento de la incertidumbre macrofinanciera en la mayoría de los principales mercados. Los riesgos comerciales y geopolíticos repuntaron a finales de 2024 y comienzos de 2025, lo que acrecienta la probabilidad de materialización de los escenarios adversos (gráfico 1). Aunque el crecimiento económico de la UE mejoró ligeramente en 2024, las perspectivas continuaron siendo débiles en el contexto de estas incertidumbres. Las tendencias inflacionistas se moderaron y se

alinearon con las expectativas de estabilidad de precios a medio plazo a principios de 2025.

Gráfico 1

Índice de incertidumbre comercial e índice de riesgo geopolítico

(escala izquierda: índice; escala derecha: índice)



Fuentes: Iacoviello *et al.*, 2020, y Caldara e Iacoviello, 2022.

Nota: Los dos índices están normalizados a una media de largo plazo de 100. Las series son medias móviles de siete días de los datos subyacentes.

En 2024, las vulnerabilidades de las empresas persistieron, mientras que el apetito de riesgo en los mercados financieros fue elevado. Las insolvencias empresariales aumentaron, ya que los efectos de la pandemia continuaron sintiéndose y los beneficios se vieron reducidos por los elevados costes y la debilidad de la demanda, lo que afectó especialmente a las empresas más pequeñas y de sectores concretos. Las empresas con exposiciones considerables a Estados Unidos afrontaron un incremento de los riesgos debido a las posibles barreras comerciales. Pese a estos desafíos, el sector hogares de la UE mostró capacidad de resistencia, favorecido por la menor inflación, las reducidas tasas de paro, los bajos costes de financiación y el repunte de los precios inmobiliarios. En los mercados financieros se observó un fuerte apetito de riesgo, con subidas de las cotizaciones bursátiles, sobre todo en Estados Unidos, lideradas por los valores tecnológicos. No obstante, este apetito fue disminuyendo a medida que los inversores reevaluaron el impacto de las restricciones comerciales. Las valoraciones de las distintas categorías de activos continuaron siendo altas, y los posibles riesgos geopolíticos y macroeconómicos suponían una amenaza de correcciones desordenadas de los precios.

Las entidades de crédito europeas mantuvieron su capacidad de resistencia a pesar del complejo entorno exterior. Los bancos europeos registraron beneficios récord en 2024, respaldados por unos ingresos por intereses elevados y unos costes controlados. Sin embargo, los retos macrofinancieros futuros podrían poner a prueba dicha capacidad, y entre los riesgos potenciales se incluyen presiones de financiación y un deterioro de la calidad de los activos, en particular para las entidades de crédito con exposiciones significativas al sector inmobiliario comercial y las empresas con una fuerte dependencia de las exportaciones. Las altas ratios de

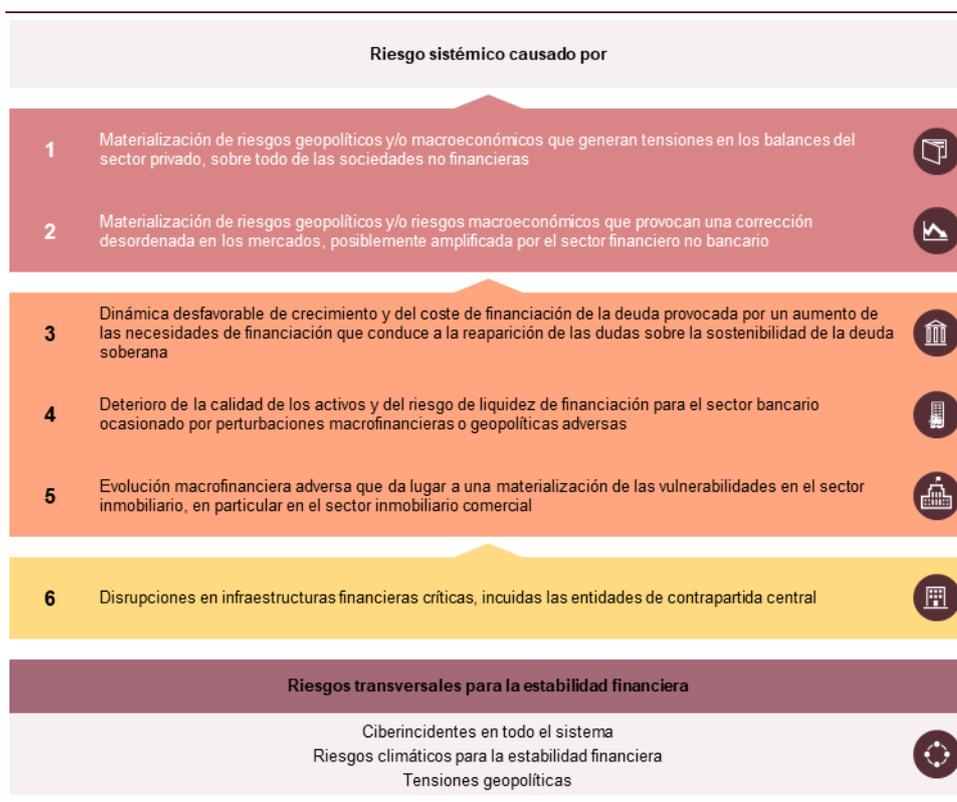
deuda pública en relación con el PIB fueron factores de vulnerabilidad para varios países de la UE al reducir su capacidad para absorber perturbaciones futuras.

El aumento de las amenazas de seguridad hizo necesario incrementar el gasto en defensa, lo que podría ejercer presión sobre la sostenibilidad fiscal. Los Estados miembros deben gestionar cuidadosamente su financiación de la defensa para evitar agravar las inquietudes relacionadas con la deuda soberana. Los mayores rendimientos de la deuda pública, junto con unos déficit públicos elevados, podrían constituir una carga adicional para los países con desequilibrios presupuestarios. Para garantizar la estabilidad futura es preciso un marco sólido de coordinación económica y presupuestaria en este complejo entorno.

En marzo de 2025, la JERS señaló seis riesgos principales para la estabilidad financiera, dos de los cuales se consideraron «graves» (figura 1). Como parte de su mandato, la JERS evalúa periódicamente los riesgos sistémicos en un horizonte temporal de tres años, y los riesgos que identifica constituyen la base de sus avisos y recomendaciones. El nivel de riesgo refleja la probabilidad de que los riesgos se materialicen y su posible impacto sistémico en el sistema financiero.

Figura 1

Evaluación de riesgos de la JERS a marzo de 2025



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

1.2 Principales riesgos para la estabilidad financiera

1.2.1 Riesgos sistémicos graves

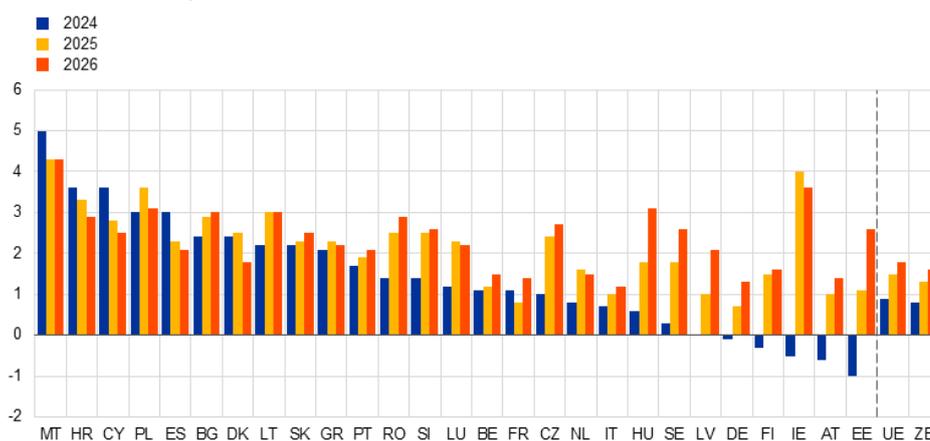
Riesgo 1. Materialización de riesgos geopolíticos y/o macroeconómicos que generan tensiones en los balances del sector privado, sobre todo de las sociedades no financieras

El crecimiento económico de la UE experimentó un modesto repunte en 2024, y se espera que continúe recuperándose gradualmente en 2025. El PIB real creció un 0,8 % en 2024, lo que representa un ligero avance con respecto a la tasa del 0,4 % registrada en 2023 (gráfico 2). Esta leve recuperación se debió en gran parte a la resiliencia de la demanda interna. La fortaleza del mercado de trabajo, junto con la disminución de las presiones inflacionistas, impulsó las rentas reales de los hogares y respaldó el consumo privado. De cara al futuro, se espera que la economía de la UE mantenga su senda de recuperación gradual, aunque débil, en 2025. No obstante, el panorama económico actual está sujeto a una considerable incertidumbre geopolítica y sobre las políticas económicas, por lo que los riesgos para las perspectivas de crecimiento de la UE apuntan a la baja.

Gráfico 2

Previsiones de crecimiento del PIB real agregado y en los Estados miembros en 2024, 2025 y 2026

(tasas de variación anuales)



Fuente: Previsiones económicas de otoño de 2024 de la Comisión Europea.

Las vulnerabilidades de las sociedades no financieras continuaron siendo elevadas durante el período analizado. En 2024, los beneficios de las empresas siguieron sometidos a presión como consecuencia de los elevados costes y la debilidad de la demanda, mientras que las ratios de cobertura de intereses permanecieron en niveles reducidos. Las empresas orientadas a la exportación comenzaron a hacer frente a importantes factores adversos en la última parte del año, ya que el comportamiento de las exportaciones empeoró en un contexto de

moderación de la demanda externa y de retos en materia de competitividad. En general, al final de 2024, la posición financiera del sector privado —en especial de las sociedades no financieras— era más frágil. Las empresas más pequeñas y las de sectores muy afectados (por ejemplo, las industrias intensivas en energía, la construcción y algunas partes del sector minorista) tuvieron más dificultades para atender el pago de su deuda.

Los riesgos geopolíticos continuaron siendo elevados, mientras que los derivados de las políticas comerciales se intensificaron hasta alcanzar niveles históricamente altos a principios de 2025. La guerra de Rusia contra Ucrania siguió alterando la actividad y la confianza, mientras que el conflicto en Oriente Próximo generó una volatilidad considerable en los mercados de materias primas. A principios de 2025, la mayor incertidumbre sobre las políticas comerciales contribuyó a las revisiones a la baja de las proyecciones de exportaciones e inversiones de la UE en el horizonte de un año. Un incremento generalizado de las barreras comerciales no beneficia a nadie y es probable que se traduzca en un crecimiento significativamente más bajo y en una inflación más alta. Un entorno exterior tan adverso podría acentuar las tensiones en los balances de las sociedades no financieras de la UE, ya que las subidas de los costes de los insumos y la moderación de la demanda afectarían a los beneficios empresariales (véase también el recuadro 1, en el que se analizan las implicaciones de los aranceles aplicados por la Administración estadounidense a principios de abril).

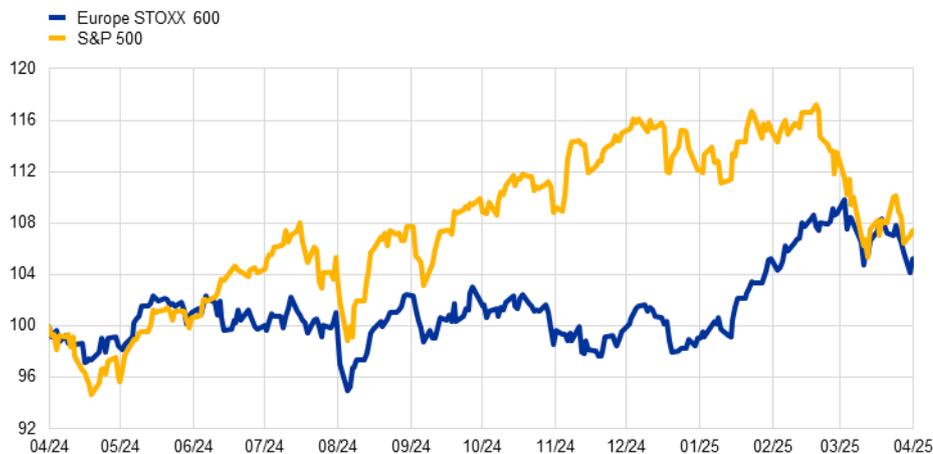
Riesgo 2. Materialización de riesgos geopolíticos y/o macroeconómicos que provocan una corrección desordenada en los mercados, posiblemente amplificada por el sector financiero no bancario

En los mercados financieros, el apetito de riesgo continuó siendo intenso, a pesar de las señales contradictorias acerca de las perspectivas económicas y del aumento de la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas económicas. Tanto en Estados Unidos como en la UE, las cotizaciones bursátiles subieron durante el período analizado, impulsadas por unos tipos de interés oficiales más bajos, por la disminución de las presiones inflacionistas y por las perspectivas de inversiones públicas significativas en sectores clave como defensa (gráfico 3). En otros mercados, el oro y el bitcoin se apreciaron considerablemente durante dicho período, mientras que los mercados de deuda soberana registraron altos niveles de volatilidad. La disminución de la inflación y de los tipos de interés oficiales ejercieron presiones a la baja sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo en toda la UE. Sin embargo, en la última parte del período examinado, las mayores expectativas de inflación a largo plazo en Estados Unidos y las perspectivas de importantes emisiones de deuda pública para financiar el incremento del gasto en defensa e infraestructuras en la UE (que también deberían respaldar el crecimiento económico) contribuyeron al aumento de la rentabilidad de los bonos.

Gráfico 3

Índices bursátiles de Europa y de Estados Unidos

(índice, 1 de abril de 2024 = 100)



Fuente: Bloomberg.

De cara al futuro, las perspectivas de los mercados financieros siguen siendo frágiles y sensibles a perturbaciones adversas. En primer lugar, el apetito de riesgo podría disminuir si se produjeran escaladas significativas de las tensiones geopolíticas, lo que daría lugar a correcciones importantes en los mercados financieros internacionales y reduciría el crecimiento económico a través de la caída del comercio y de la inversión directa (véase también el recuadro 1, en el que se analiza la elevada volatilidad en los mercados financieros mundiales tras los aranceles aplicados a principios de abril). En segundo lugar, una política fiscal más expansiva en Estados Unidos o la introducción de aranceles generalizados y duraderos podrían reavivar temores de estanflación y presionar a la baja los precios de los activos de mayor riesgo. En tercer lugar, las valoraciones de las acciones estadounidenses parecen excesivas según las métricas de valoración más habituales, y cualquier corrección podría tener efectos de desbordamiento a los mercados europeos. Además, las vulnerabilidades del sector financiero no bancario podrían intensificar dinámicas de mercado adversas a través de ventas forzadas de activos, menos liquidez y ventas procíclicas (véase recuadro 2). Este riesgo es particularmente relevante para los fondos de inversión que operan con niveles de apalancamiento elevados y colchones de liquidez limitados.

Recuadro 2

Seguimiento del riesgo de liquidez sistémica

Los episodios que se han producido recientemente en el sistema financiero global han demostrado que la liquidez puede deteriorarse con rapidez y provocar tensiones sistémicas generalizadas. Es posible que esta escasez de liquidez, que puede propagarse con celeridad a los mercados y a las entidades, tenga su origen en el sector financiero no bancario o se vea amplificadas por este,

como puso en evidencia la búsqueda rápida de liquidez (*dash for cash*) durante la pandemia de COVID-19.

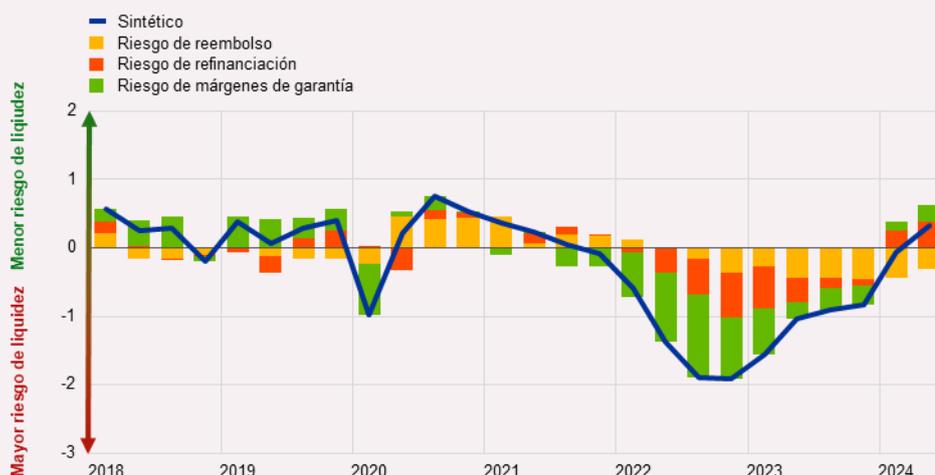
En febrero de 2025, la JERS publicó un informe titulado «Systemic liquidity risk: a monitoring framework», que establece un marco global para el seguimiento de los riesgos de liquidez sistémica en el sistema financiero de la UE. El nuevo marco presentado en este informe introduce un amplio conjunto de indicadores que abarcan los riesgos de liquidez de financiación de las entidades de crédito, las empresas de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión, así como los riesgos de liquidez de mercado de las principales clases de activos, incluida la deuda soberana, los bonos corporativos, los mercados de divisas y los mercados monetarios.

Gráfico A

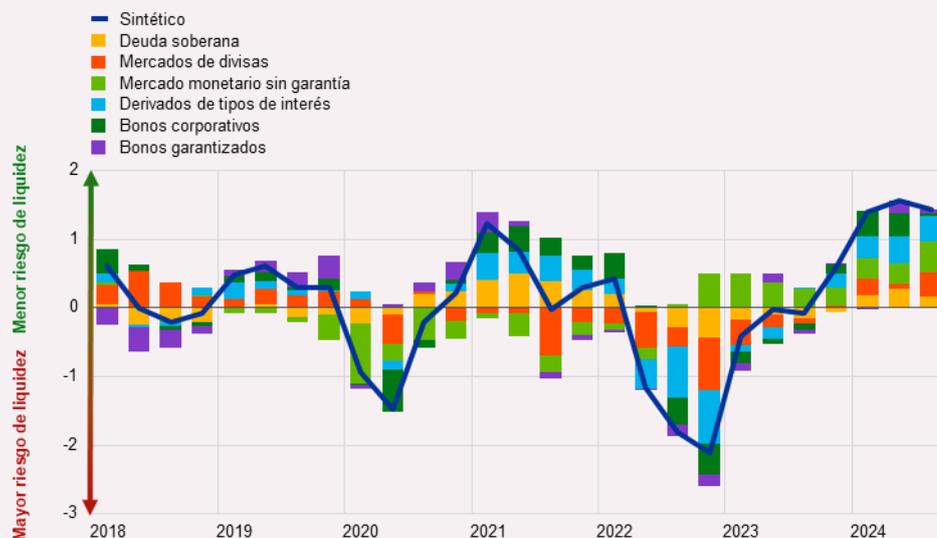
Indicadores sintéticos del riesgo de liquidez sistémica en la zona del euro

(eje de abscisas: trimestres; eje de ordenadas: índice estandarizado)

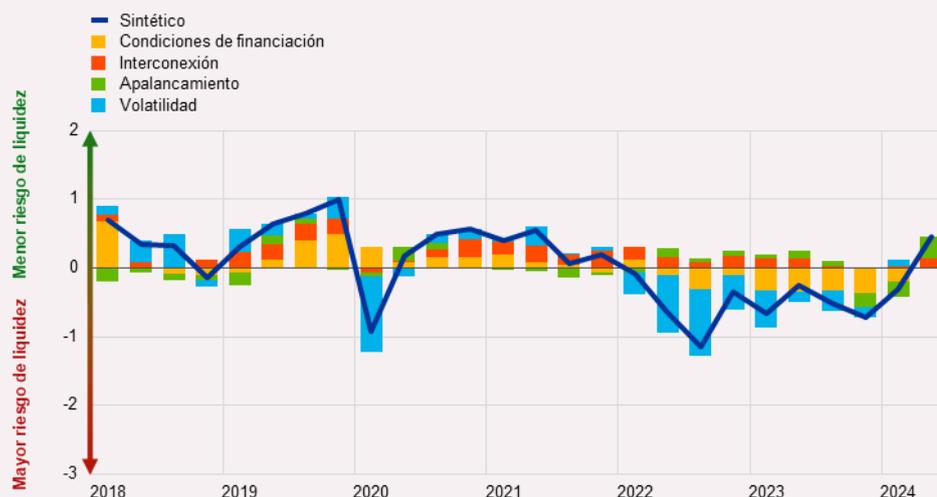
a) Riesgos de liquidez de financiación



b) Riesgos de liquidez de mercado



c) Riesgos de contagio y de amplificación



Fuente: JERS.

En el marco de seguimiento de la JERS se utilizan indicadores sintéticos estandarizados que se comparan con medias históricas para identificar rápidamente desviaciones y posibles vulnerabilidades. Las principales dimensiones de la liquidez en las que se centra el marco son los riesgos de financiación, de liquidez, de contagio y de amplificación (gráfico A). Este enfoque sistemático, junto con la actualización oportuna de los indicadores, refuerza de forma significativa la capacidad de la JERS para detectar tensiones de liquidez emergentes, contribuyendo con ello a la formulación de políticas macroprudenciales eficaces y mejorando la capacidad de resistencia de todo el sistema financiero de la UE.

1.2.2 Riesgos sistémicos elevados

Riesgo 3. Dinámica desfavorable de crecimiento y del coste de financiación de la deuda provocada por un aumento de las necesidades de financiación que conduce a la reaparición de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana

Las elevadas ratios de deuda pública en relación con el PIB siguen constituyendo una vulnerabilidad significativa para varios países de la UE.

Estos altos niveles de deuda, que en parte son un legado de perturbaciones adversas anteriores, continúan ejerciendo presión sobre las finanzas públicas en algunos países de la UE. La ratio de deuda pública de la UE se situó en el 81,6 % en el tercer trimestre de 2024 (gráfico 4), es decir, más de 4 puntos porcentuales por encima del nivel anterior a la pandemia. Según las previsiones económicas de otoño de 2024 de la Comisión Europea, la ratio de deuda en relación con el PIB de la UE aumentará hasta el 83,4 % para 2026. A principios de 2025 se habían abierto procedimientos de déficit excesivo a varios países, entre ellos Bélgica, Francia, Hungría, Italia, Malta, Polonia, Rumanía y Eslovaquia.

Las crecientes amenazas de seguridad requieren acciones decididas para incrementar el gasto en defensa en toda Europa, lo que, no obstante, puede generar dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos Estados miembros de la UE.

Aunque se espera que el aumento del gasto en defensa favorezca el crecimiento a través de la inversión y del mayor gasto público, también puede suscitar preocupaciones en relación con la estabilidad financiera. En particular, en algunos países de la UE con un espacio fiscal limitado, un incremento sustancial del gasto en defensa podría afectar a la sostenibilidad de la deuda soberana, lo que requeriría un estrecho seguimiento. Por lo tanto, los Estados miembros deben considerar detenidamente los métodos de financiación que utilizan para elevar dicho gasto con el fin de contener los riesgos de que surjan dudas sobre la sostenibilidad de la deuda soberana. Es fundamental que los Estados miembros apliquen políticas fiscales prudentes y prioricen con cuidado el gasto público para mantener sendas de deuda estables en toda la UE. Los mayores rendimientos de la deuda pública, junto con unos déficits elevados, pueden imponer una carga adicional a los países que ya están afrontando desequilibrios fiscales estructurales.

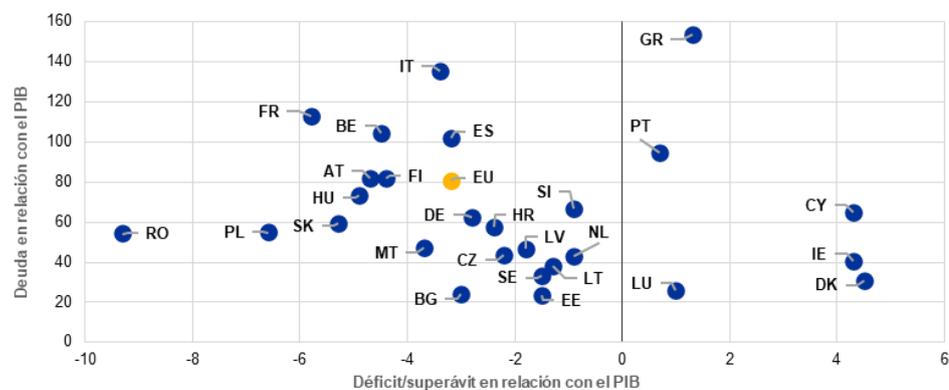
Para hacer frente a los retos fiscales a largo plazo será necesario realizar esfuerzos presupuestarios sustanciales y sostenidos.

También se precisan cuantiosos recursos presupuestarios para abordar temas de medio y largo plazo, como el cambio climático, el envejecimiento de la población, la reducción de la deuda y, como se ha mencionado anteriormente, el aumento del gasto en defensa. Para garantizar la estabilidad futura es imprescindible que el marco de coordinación económica y fiscal siga siendo sólido.

Gráfico 4

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

(eje de abscisas: porcentajes; eje de ordenadas: porcentajes; 2024)



Fuente: Eurostat.

Riesgo 4. Deterioro de la calidad de los activos y del riesgo de liquidez de financiación para el sector bancario ocasionado por perturbaciones macrofinancieras o geopolíticas adversas

Las entidades de crédito de la UE preservaron su capacidad de resistencia a perturbaciones en 2024. Los bancos europeos llevan obteniendo beneficios récord desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria en 2022, debido a los elevados márgenes de intermediación y a los reducidos niveles de deterioro, al tiempo que mantuvieron posiciones de capital sólidas. Según los datos del *risk dashboard* de la EBA, la rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) del sector bancario agregado de la UE se situó en el 10,5 % en el cuarto trimestre de 2024 (y excediendo el tercer cuartil de la distribución por países el 15 %), el nivel más alto observado desde 2014. Los ingresos netos por intereses del sector han experimentado un aumento significativo en los dos últimos años, ya que las subidas de tipos se trasladaron a los tipos de interés de los préstamos, mientras que la remuneración de los tipos de interés de los depósitos continuó siendo reducida. Esta situación ha sido particularmente evidente entre las entidades de menor tamaño, cuyos márgenes de intereses casi se han duplicado desde 2022. En cuanto a la adecuación del capital, las ratios de capital de nivel 1 ordinario (CET1, por sus siglas en inglés) sin aplicar medidas transitorias (*fully-loaded*) y las ratios de apalancamiento permanecieron muy por encima de sus mínimos regulatorios, sin que se haya observado una tendencia a la baja durante el período analizado.

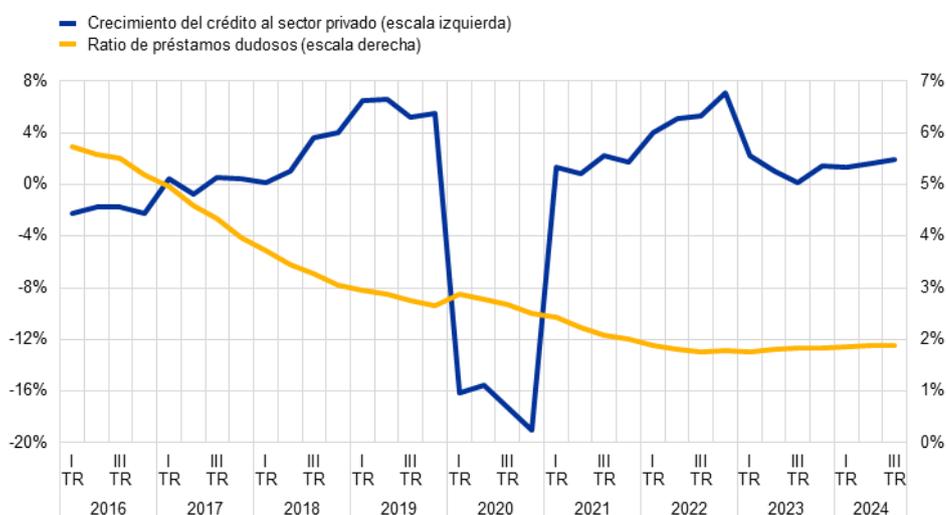
De cara al futuro, dado que se ha producido un giro en el ciclo de tipos de interés en Europa, se espera que el margen de intereses de las entidades de crédito descienda gradualmente, pero siga siendo bastante sólido. En un entorno de disminución del exceso de liquidez como consecuencia de las medidas de endurecimiento cuantitativo y de una competencia más intensa de otros productos financieros, es posible que los costes de financiación de las entidades de

crédito aumenten. Además, se espera que una orientación más acomodaticia de la política monetaria en la UE reduzca los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a los hogares y a las empresas, con la consiguiente disminución de los márgenes de las entidades. Por otra parte, es previsible que los tipos de interés más bajos sostengan la demanda de crédito bancario. Evidencia procedente de encuestas —como los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro del BCE— señala que se prevé un incremento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda y, en menor medida, de préstamos a empresas.

Gráfico 5

Crecimiento del crédito al sector privado y ratio de préstamos dudosos en la UE

(escala izquierda: tasas de crecimiento interanual, porcentajes; escala derecha: puntos porcentuales)



Fuente: Datos bancarios consolidados del BCE.

En el sistema bancario de la UE, los préstamos dudosos y otros indicadores de calidad de los activos se mantuvieron en niveles relativamente reducidos, mientras que el riesgo de crédito experimentó un leve aumento en algunos sectores, como el de pequeñas y medianas empresas (pymes) y el sector inmobiliario comercial. La ratio de préstamos dudosos en los balances de las entidades de crédito de la UE se ha mantenido estable, algo por debajo del 2 %, desde 2022 (gráfico 5). La estabilidad de esta ratio en el sistema bancario de la UE oculta ciertas diferencias entre los Estados miembros, ya que varios países registraron incrementos moderados de los préstamos dudosos en 2024. En las distintas carteras de préstamos, y en consonancia con los datos sobre insolvencias, el volumen de préstamos dudosos aumentó ligeramente en el caso de las pymes y las empresas del sector de inmuebles comerciales. Al considerar otros indicadores de la calidad de los activos, como las reestructuraciones o refinanciaciones, o el porcentaje de los préstamos en vigilancia especial (clasificados como fase 2 —*stage 2*—) con arreglo a la Norma Internacional de Información Financiera n.º 9 —NIIF 9—, no hay indicios claros de un deterioro significativo de la calidad de los activos que pudiera poner en peligro la solvencia global del sistema bancario de la UE. Sin embargo, las ratios de cobertura de los préstamos en vigilancia especial de

algunos países de la UE podrían estar señalando un nivel potencialmente reducido de provisiones acumuladas que requiere un atento seguimiento.

El aumento de los riesgos geopolíticos y la mayor incidencia de ciberataques son amenazas importantes para la resiliencia operativa del sector bancario de la UE. La materialización de riesgos potenciales —como perturbaciones macrofinancieras o geopolíticas, posiblemente unidas a una corrección de los precios de los activos— podría poner de manifiesto vulnerabilidades en las entidades de crédito de la UE. En un escenario tan adverso, los riesgos de financiación podrían intensificarse considerablemente, lo que daría lugar a un aumento de las salidas de depósitos, mientras que la calidad de los activos de los bancos podría experimentar un deterioro acusado, sobre todo en aquellos con exposiciones elevadas a empresas con exportaciones significativas a Estados Unidos y a sectores como el inmobiliario comercial, las pymes y el crédito al consumo. Además, los ciberataques y los actos de guerra híbrida podrían generar disrupciones en el sistema financiero e impedir que los bancos presten servicios financieros.

Riesgo 5. Evolución macrofinanciera adversa que da lugar a una materialización de vulnerabilidades en el sector inmobiliario, en particular el sector inmobiliario comercial

Los precios de los inmuebles residenciales repuntaron en todos los Estados miembros en 2024, tras un período de crecimiento débil o de desaceleración. El endurecimiento de las condiciones financieras en 2022 y 2023 estuvo asociado a una corrección ordenada de los precios de la vivienda en la UE. En 2024, la menor inflación y unas condiciones crediticias más favorables respaldaron el poder adquisitivo de los hogares de la UE y contribuyeron a un cambio de tendencia en los precios de los inmuebles residenciales. El índice general de precios se incrementó hasta niveles que superaron el máximo anterior alcanzado durante la pandemia (gráfico 6). En consonancia con la subida de los precios en este sector, el crédito hipotecario se recuperó con lentitud y finalizó 2024 con un crecimiento de las nuevas operaciones del 6 % con respecto a 2023 a escala de la zona del euro, impulsado por la mayor demanda de préstamos. Por su parte, la construcción de edificios en la UE mostró una tendencia a la baja, con una contracción de la producción del 1 % en 2024 en comparación con el año anterior.

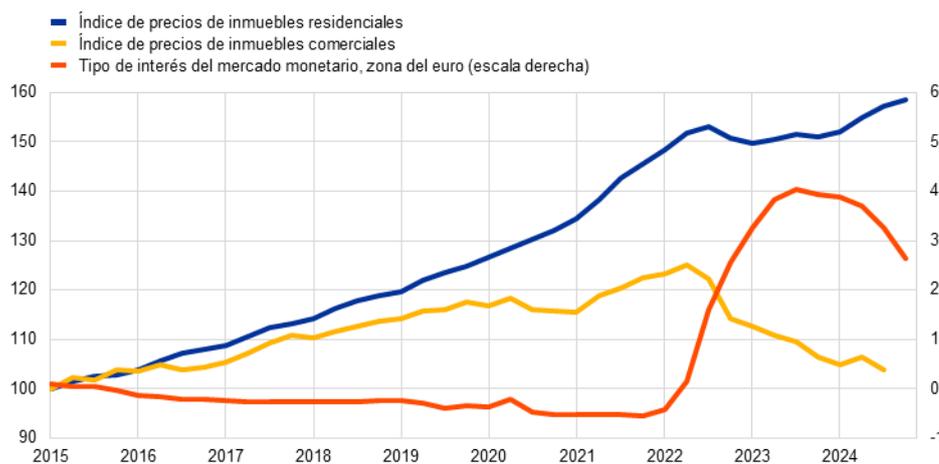
Los riesgos cíclicos y estructurales del mercado inmobiliario residencial requieren un atento seguimiento. La evolución reciente sugiere una menor probabilidad de que se produzcan nuevas correcciones significativas en este mercado. El aumento de los precios de los inmuebles residenciales y de los préstamos hipotecarios en 2024 indica el inicio de un nuevo ciclo de crecimiento del mercado de la vivienda. Sin embargo, el entorno macroeconómico actual sigue siendo muy incierto y el deterioro de las condiciones económicas podría reactivar el riesgo de desaceleración en estos mercados. Aunque la corrección de precios de 2023 eliminó parte de la sobrevaloración de los precios, no mitigó por completo las vulnerabilidades estructurales que ya existían, como el elevado nivel de

endeudamiento de los hogares en algunos países. Los factores estructurales pueden actuar como amplificadores en caso de que se materialicen riesgos fuera del sector inmobiliario residencial, lo que podría afectar a la capacidad de los hogares para atender el pago de su deuda.

Gráfico 6

Tasas de crecimiento anual de los precios de los inmuebles residenciales y comerciales en la UE y euríbor a seis meses

(escala izquierda: índice (I TR 2015 = 100); escala derecha: porcentajes anuales)



Fuentes: Eurostat y BCE.

El sector inmobiliario comercial mostró algunos signos de estabilización al final de 2024, pero los riesgos a la baja siguen siendo significativos. Tras un prolongado período en el que los precios de los inmuebles comerciales experimentaron una contracción sustancial, la tendencia a la baja se estabilizó en 2024. Aunque el crecimiento interanual de los precios de estos inmuebles permaneció en terreno negativo en el tercer trimestre del año, los precios se redujeron a un ritmo más lento que a mediados de 2023, cuando registraron un fuerte descenso. En términos de cantidad, en 2024 los volúmenes de operaciones aumentaron ligeramente con respecto a 2023, pero continuaron siendo significativamente inferiores a los observados antes del inicio del período de endurecimiento de la política monetaria. En 2024, el volumen total de operaciones disminuyó un 40 % en comparación con el año 2022, y el descenso fue homogéneo en todos los principales tipos de inmuebles y países. Si bien, en general, los indicadores de confianza sugieren un impulso débil, apuntan levemente a un incremento de la demanda total de inmuebles comerciales en algunos países, dada la mejora de las condiciones. Las expectativas de crecimiento del valor futuro son diferentes para los inmuebles en el segmento *prime* y en el segmento *non-prime*.

Las vulnerabilidades de los mercados de inmuebles comerciales continúan siendo significativas, ya que siguen viéndose afectados negativamente por una combinación de factores estructurales y cíclicos. Aunque los tipos de interés más bajos han aliviado algunas presiones inmediatas, muchas empresas de este sector siguen afrontando retos operativos, en particular relacionados con la transición hacia edificios más eficientes desde el punto de vista medioambiental. Las

perspectivas de riesgos dependen, en gran medida, de la capacidad de las empresas para resolver estas cuestiones operativas y de las perspectivas económicas en general, caracterizadas por un alto grado de incertidumbre.

1.2.3 Riesgos sistémicos

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

En líneas generales, las entidades de contrapartida central (ECC) mantuvieron su capacidad de resistencia durante el período analizado. En 2024, los indicadores de riesgo de las ECC no señalaron un aumento de las preocupaciones relacionadas con la estabilidad financiera. A nivel agregado, los recursos prefinanciados para cubrir el riesgo derivado de la compensación centralizada se mantuvieron estables durante los cuatro últimos trimestres y no se produjeron incumplimientos por parte de los miembros compensadores. Los episodios transitorios de volatilidad y la mayor incertidumbre dieron lugar a algunos ajustes significativos de los márgenes de garantía, aunque no se comunicaron restricciones de liquidez sustanciales que afectaran a los miembros compensadores o a los clientes.

Los resultados de la prueba de resistencia de las ECC a escala de la UE confirman su solidez, pero la ESMA observa que, en condiciones de tensión, una cantidad significativa de la variación en los ajustes de los márgenes podría trasladarse a los clientes. En julio de 2024, la ESMA publicó los resultados de su quinta prueba de resistencia de las ECC. Los resultados confirman la resiliencia general de catorce ECC de la UE, así como de dos del Reino Unido, frente a los riesgos de crédito y de liquidez en los escenarios de la prueba. El análisis muestra que, en condiciones de tensión, las mayores demandas de liquidez derivadas de la variación en los ajustes de los márgenes se producen en los grupos financieros de mayor tamaño. Si bien estos grupos deberían tener acceso a recursos líquidos, la ESMA señaló asimismo que, en dichas condiciones, una cuantía significativa de la variación en los ajustes de los márgenes se trasladará a los intermediarios financieros no bancarios. Es imprescindible que todos los participantes en los mercados estén informados del comportamiento de los modelos de cálculo de los márgenes en épocas de tensión y se preparen adecuadamente para afrontar los ajustes de los márgenes.

Un ciclo de liquidación más corto libera activos de garantía. En mayo de 2024, el ciclo de liquidación de valores y fondos cotizados (ETF, en sus siglas en inglés) de Estados Unidos se redujo de dos días a un día⁷. En principio, el acortamiento del ciclo de liquidación es beneficioso para la estabilidad financiera, ya que se deben

⁷ Recientemente, la Comisión Europea también ha propuesto acortar de dos días (T+2) a un día (T+1) el plazo de liquidación de las operaciones con valores negociables en la UE. Véase la [Propuesta de REGLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO por el que se modifica el Reglamento \(UE\) n.º 909/2014 en lo que respecta al acortamiento del ciclo de liquidación en la Unión.](#)

mantener menos reservas en forma de márgenes para situaciones de crisis (lo que reduce el coste de invertir en los mercados de valores) y hay menos operaciones sin liquidar, lo que implica que un reajuste de posiciones menos desordenado en caso de incumplimiento por parte de un participante en el mercado.

1.2.4 Riesgos transversales para la estabilidad financiera

Ciberincidentes sistémicos

Los riesgos para la estabilidad financiera derivados de ciberincidentes y de incidentes híbridos continuaron siendo elevados el año pasado. Los informes de las entidades de crédito sujetas al Mecanismo Único de Supervisión (MUS) señalan que el número de ciberincidentes que les afectaron siguió aumentando en 2024 hasta alcanzar su nivel más alto desde que empezaron a recopilarse datos. De cara al futuro, los riesgos de ciberincidentes sistémicos continúan siendo considerables, en especial en el contexto geopolítico actual. Los ciberincidentes a gran escala pueden alterar funciones económicas esenciales, erosionar la confianza y agravar las vulnerabilidades preexistentes. Se prevé un incremento del uso de la IA para llevar a cabo ciberataques más sofisticados. La IA permitirá que los defensores de la seguridad de las entidades financieras supervisen sus sistemas de manera más eficaz, pero también que los atacantes puedan aprovechar las capacidades de la IA. Por lo tanto, estos nuevos vectores de ataque requerirán gran atención en el futuro. Las tensiones geopolíticas actuales pueden tener un efecto adverso en el entorno de ciberamenazas persistentemente elevadas en Europa. La JERS ha participado activamente en el diseño de herramientas para mitigar el ciberriesgo. Publicó un informe sobre este tema durante el período analizado y ayudó a las AES a establecer un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos (para una descripción de esta labor, véase la sección 2.1.4).

El sistema financiero europeo no se vio afectado directamente por amenazas híbridas, pero se mantiene vigilante, dada su interconexión con infraestructuras críticas. Los incidentes híbridos que se produjeron durante el período analizado se concentraron en la región nórdico-báltica. Los buques atacaron principalmente infraestructuras críticas como los cables submarinos que son esenciales para el funcionamiento del sistema financiero. Además, las campañas de desinformación rusas trataron de influir en las elecciones europeas y alemanas y de generar inestabilidad política. La estabilidad financiera europea está anclada en la estabilidad institucional y política. En el futuro, las dinámicas geopolíticas desempeñarán un papel fundamental en la evolución de las amenazas híbridas.

Riesgos climáticos para la estabilidad financiera

Las entidades financieras podrían sufrir pérdidas significativas, y potencialmente sistémicas, como consecuencia de las exposiciones directas e indirectas a los riesgos físicos y de transición relacionados con el calentamiento global y otros riesgos medioambientales. Un clima más cálido también puede desencadenar correcciones de los precios de los «activos varados» (*stranded assets*) y mayores pérdidas derivadas de catástrofes naturales. En general, las autoridades deben desarrollar con urgencia herramientas para un mejor seguimiento y evaluación de los riesgos climáticos para la estabilidad financiera. A tal fin, en abril de 2024 la JERS publicó un informe sobre cómo deben reflejarse estos riesgos en los estados financieros elaborados de conformidad con las NIIF⁸.

Tensiones geopolíticas

Los riesgos derivados de las tensiones geopolíticas aumentaron durante el período analizado (véase también el recuadro 3). Una escalada de las tensiones geopolíticas podría dar lugar a que se materializaran varios de los principales riesgos descritos anteriormente, así como a correcciones generalizadas de los precios de los activos y a un aumento de los riesgos de crédito, de tipo de interés y de liquidez. En un escenario adverso, el sistema financiero mundial podría verse afectado de forma significativa por caídas de los precios de los activos, por incrementos acusados de los precios de las materias primas, por el endurecimiento de las condiciones de liquidez de financiación/de mercado, así como por disrupciones en el comercio y en las cadenas de suministro.

Recuadro 3

Relaciones comerciales y financieras con países geopolíticamente distantes

El entorno de riesgos en la UE se vio afectado de forma significativa por riesgos no convencionales relacionados con el aumento de las tensiones comerciales y geopolíticas en 2024. En consecuencia, las autoridades han tenido que integrar nuevos indicadores en sus herramientas de evaluación de riesgos. Un tipo de indicador de riesgo que se ha desarrollado mide los riesgos geopolíticos en función de la exposición entre distintos países y sectores.

En este recuadro se presenta un indicador utilizado por varias autoridades de estabilidad financiera para calibrar las exposiciones económicas y financieras a países «geopolíticamente distantes». El indicador utiliza los patrones de voto en las Naciones Unidas. Los países con patrones de voto muy diferentes de los de los Estados miembros de la UE se definen como geopolíticamente distantes (véanse

⁸ Véase «*Climate-related risks and accounting*», Junta Europea de Riesgo Sistémico, abril de 2024.

La mayoría de los países de la UE tienen vínculos financieros y en términos de economía real relativamente moderados con países geopolíticamente distantes. Los paneles del gráfico A ilustran los vínculos financieros y reales en toda la UE. Las entradas y salidas de inversión extranjera directa (IED) se emplean como aproximación de los vínculos financieros, mientras que el volumen de importaciones y exportaciones se utiliza para aproximar los lazos comerciales. En ambos paneles, el eje de abscisas mide la IED y las exposiciones comerciales en porcentaje del PIB, mientras que el eje de ordenadas mide la proporción de IED y del comercio con los países geopolíticamente distantes identificados. El análisis muestra que, si bien la mayoría de los países se agrupan alrededor de la parte inferior izquierda de estos gráficos —lo que indica niveles relativamente bajos de vínculos generales y específicos con países distantes en términos geopolíticos—, hay varios valores atípicos. Estos valores atípicos se distinguen no solo por su apertura general en los ámbitos financiero y comercial, sino también por su significativa exposición a los países identificados como geopolíticamente distantes. Los resultados subrayan la importancia de realizar un estrecho seguimiento de estos países, ya que su significativa exposición a naciones geopolíticamente alejadas puede acrecentar su vulnerabilidad a los efectos adversos de las perturbaciones geopolíticas.

1.3 Actividades periódicas de seguimiento y evaluación de riesgos

La JERS continuó con sus actividades periódicas de seguimiento y facilitó escenarios adversos para las pruebas de resistencia realizadas por las AES. En la sección 1.3.1 se describen los escenarios adversos que la JERS proporcionó a la ESMA y a la EBA, que se publicaron durante el período analizado en este Informe Anual. Asimismo, se describe el escenario elaborado para una prueba de resistencia climática del conjunto del sistema financiero, así como los avances logrados en el desarrollo de una prueba de resistencia de liquidez que abarca el sistema financiero de la UE. La sección 1.3.2 incluye varios recuadros en los que se resumen el seguimiento o la evaluación de los riesgos realizados por la JERS de determinadas entidades financieras no bancarias (véase recuadro 4) y de las titulaciones sintéticas (véase recuadro 5).

1.3.1 Escenarios de las pruebas de resistencia

Las pruebas de resistencia ayudan a evaluar la resiliencia del sistema financiero. En ellas se simula la capacidad de resistencia de las entidades financieras en supuestos de condiciones económicas y financieras adversas, lo que facilita la gestión de riesgos y la prevención de crisis. De conformidad con sus mandatos, las AES son responsables de coordinar, en colaboración con la JERS, las pruebas de resistencia a escala de la UE que sean de su competencia. Estos ejercicios ayudan a los reguladores y a los supervisores a poner a prueba la

capacidad de resistencia individual de las entidades financieras, al tiempo que también contribuyen a identificar riesgos y vulnerabilidades en el conjunto del sistema financiero. Como parte de esta colaboración, la JERS, con el apoyo técnico del BCE, aporta los escenarios adversos para las pruebas. Cada escenario refleja la valoración de la JERS sobre los riesgos y las principales vulnerabilidades del sistema financiero en un momento determinado.

Durante el período analizado, la JERS aportó tres escenarios adversos para las pruebas de resistencia sectoriales, cada uno de ellos adaptado a las necesidades de la AES que coordinaba la prueba de resistencia¹³. Todos los escenarios se construyeron a medida para cubrir los modelos de negocio y los perfiles de riesgo de los distintos tipos de entidades financieras incluidas en el ejercicio específico. En consecuencia, los escenarios se diseñaron en estrecha colaboración con la AES pertinente y se discutieron ampliamente con las instituciones miembros de la JERS.

En diciembre de 2024, la JERS proporcionó a la ESMA el escenario adverso para las directrices sobre las pruebas de resistencia de los FMM de 2024. La narrativa del escenario refleja una escalada de las tensiones geopolíticas en un contexto de mayor incertidumbre derivada de los múltiples conflictos activos en todo el mundo. Esto se traduce en una subida de los precios de las materias primas y de la inflación que genera expectativas en los mercados de subidas de los tipos de interés de mercado, lo que da lugar a un repunte de la volatilidad de los precios de los activos provocado por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por el deterioro de las perspectivas macroeconómicas. En un contexto de disrupciones significativas en los mercados financieros, los diferenciales de los bonos corporativos y de la deuda soberana se ven especialmente afectados. En general, este entorno lleva a una desaceleración abrupta de la actividad en los mercados y a importantes tensiones de liquidez, lo que obliga a los mercados a reevaluar repentinamente los activos financieros y a ajustar a la baja los precios de los bienes inmuebles.

En enero de 2025, la JERS aportó el escenario adverso para la prueba de resistencia del sector bancario a escala de la UE de 2025 coordinada por la EBA. El escenario de esta prueba incluye un escenario macrofinanciero que se extiende a lo largo de un período de tres años, y un componente de riesgo de mercado con un horizonte de tres meses. La narrativa de este escenario es similar a la descrita anteriormente: una fuerte escalada de las tensiones geopolíticas acompañada de políticas comerciales cada vez más proteccionistas a escala mundial. Los principales elementos del escenario son una corrección generalizada sustancial de los precios de los activos y una caída pronunciada del PIB durante el horizonte que abarca la prueba. Su origen radica en las importantes y persistentes perturbaciones negativas que afectan al comercio y a la confianza y tienen fuertes efectos adversos sobre el consumo privado y las inversiones, tanto a escala nacional como mundial. Las presiones inflacionistas iniciales causadas por las disrupciones en las cadenas de suministro y los incrementos de los precios de la

¹³ La JERS publica todos los escenarios utilizados en las pruebas de resistencia regulatorias. Véase información más detallada en la página de [pruebas de resistencia](#) del sitio web de la JERS.

energía son mitigadas eventualmente por la persistente caída de la demanda. El escenario es más severo que los utilizados por el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal en 2024, lo que en parte refleja las distintas características cíclicas y estructurales de la economía nacional en condiciones de tensión.

Al final del período analizado, en marzo de 2025, la JERS proporcionó a la EIOPA dos escenarios adversos para la prueba de resistencia de los fondos de pensiones de empleo (IORP, por sus siglas en inglés) de 2025. La prueba de resistencia se centra en el riesgo de liquidez e incorpora dos escenarios de tensión diferenciados, diseñados para evaluar las vulnerabilidades de liquidez de los IORP en caso de producirse una importante subida o bajada de los tipos de interés. Los escenarios se calibran para imitar algunas características clave de la crisis de deuda pública de septiembre de 2022, que provocó tensiones de liquidez en los fondos de pensiones del Reino Unido. La narrativa de los escenarios también refleja una materialización del riesgo geopolítico, como se ha descrito anteriormente. En el escenario de *yield curve up*, las perturbaciones en el comercio por el lado de la oferta y las subidas de los precios de las materias primas se traducen en presiones inflacionistas y en un desplazamiento al alza de las curvas de tipos *swap*. Por el contrario, en el escenario de *yield curve down* se observan perturbaciones por el lado de la demanda y una pérdida de confianza en los mercados financieros que dan lugar a un desplazamiento a la baja de las curvas de tipos *swap*. En ambos escenarios se produce un deterioro de las perspectivas económicas y el resultado son graves tensiones financieras, ajustes desordenados de los precios de los activos e incrementos sustanciales de las primas de riesgo soberanas y corporativas. En conjunto, el escenario *yield curve down* es más severo y refleja una desaceleración económica más intensa y persistente.

Además de proporcionar los escenarios sectoriales descritos anteriormente, la JERS desarrolló tres escenarios para un ejercicio sistémico puntual: el análisis de escenarios de riesgo climático «Objetivo 55». La Comisión Europea invitó a las AES y al BCE a evaluar la capacidad de resistencia del sector financiero de la UE para soportar perturbaciones climáticas y apoyar la transición ecológica, incluso en condiciones de tensión. El ejercicio se llevó a cabo aplicando un enfoque *top-down* considerando el sistema financiero en su conjunto, y abarca los sectores bancario, de fondos de inversión, de IORP y de seguros de la UE. La JERS aportó un escenario base y dos escenarios adversos. En el escenario base, la economía y el sistema financiero evolucionan con arreglo a unas condiciones macroeconómicas y financieras que facilitan una transición ecológica ordenada. Los dos escenarios adversos establecen sendas para las principales variables económicas y financieras en situaciones adversas hipotéticas desencadenadas por la materialización de riesgos climáticos o macrofinancieros. Los escenarios se ultimaron al final de 2023. Las AES y el BCE los publicaron en noviembre de 2024, durante el período analizado, junto con los resultados del ejercicio¹⁴.

Para entender mejor la dinámica de los riesgos de liquidez en el conjunto del sistema, la JERS desarrolló una prueba de resistencia de liquidez que abarca

¹⁴ Los resultados se analizan en un informe conjunto publicado por las AES y el BCE. Véase la [nota de prensa](#) en el sitio web del BCE para consultar información más detallada.

todo el sistema financiero de la UE. El objetivo de este ejercicio es conocer las interconexiones entre sectores y dentro de cada sector en la UE, así como cuantificar el impacto de una perturbación de liquidez agregada en la UE. En la prueba se incluyeron entidades de crédito, fondos de inversión y empresas de seguros de la UE. La prueba de resistencia de liquidez sistémica incluyó dos componentes y en cada uno se utilizó un modelo de pruebas de resistencia *top-down*, además de integrar las perspectivas nacionales y de la UE. El primer componente se basó en los modelos de pruebas de resistencia de liquidez sistémica existentes en diferentes jurisdicciones y se utilizaron datos a nivel de entidad. El segundo componente implicó el desarrollo de una herramienta para la prueba de resistencia que permitiera realizar conjuntamente simulaciones para varios países y entre los distintos sectores financieros. Los resultados sugieren que un escenario adverso de tensiones de liquidez que refleje las tensiones observadas en los últimos años podría generar presiones a la baja sobre los precios de los activos y agravar en mayor medida las tensiones iniciales de liquidez. Un conocimiento más profundo de las exposiciones intersectoriales y entre activos en el sistema financiero la UE ayudará a que la JERS comprenda mejor las condiciones que podrían dar lugar a un déficit de liquidez repentino en los mercados financieros y el alcance de sus repercusiones económicas. La Junta General de la JERS debatió sobre los resultados de esta prueba de liquidez sistémica en noviembre de 2024. Los trabajos realizados se han documentado en un Documento Ocasional que se publicará después del período analizado.

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

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

Recuadro 4 Seguimiento de los riesgos relacionados con la intermediación financiera no bancaria

El informe «EU NBF Risk Monitor 2024» resume el seguimiento realizado por la JERS de los riesgos sistémicos y las vulnerabilidades relacionados con la intermediación financiera no bancaria en 2023. El informe se publicó en junio de 2024 y pone de relieve tres de esos riesgos y vulnerabilidades. En primer lugar, el uso excesivo del apalancamiento puede incrementar los riesgos de liquidez y de mercado, además de transmitir y amplificar las perturbaciones en el sistema financiero. En esta edición del informe se subraya que un nivel elevado de

apalancamiento, que generalmente va asociado a los fondos de inversión alternativos, también puede acumularse en algunos organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS, por sus siglas en inglés). Por ejemplo, muestra que los UCITS que aplican estrategias similares a las de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) pueden alcanzar un apalancamiento superior al 300 %. En segundo lugar, el informe se centra en las interconexiones, que pueden amplificar y propagar los riesgos a todo el sistema financiero. Las exposiciones cruzadas dentro del sector de fondos de inversión (es decir, fondos de inversión con participaciones en otros fondos de inversión) se han incrementado en los últimos años. Esto crea largas cadenas de intermediación y aumenta la complejidad del sistema financiero. En tercer lugar, los fondos de inversión y otras entidades financieras tienen una presencia importante en muchos mercados financieros y existe un alto grado de solapamiento de carteras entre inversores institucionales. En épocas de tensión, esas concentraciones pueden amplificar las caídas de los precios de los activos y deteriorar las condiciones de liquidez.

Para facilitar la identificación de los riesgos, el NBF Risk Monitor incluye tres artículos monográficos. En el primero se examina la estructura de propiedad de los gestores de fondos de inversión domiciliados en la UE. Se muestra que la mayoría de gestores de fondos de la UE están asociados a grupos bancarios, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, donde las sociedades gestoras de activos suelen ser independientes. Se llega a la conclusión de que, desde el punto de vista de la estabilidad financiera, esos vínculos de propiedad pueden generar un riesgo reputacional y de *step-in*. Por ejemplo, en 2023, los fondos gestionados por Credit Suisse registraron salidas que probablemente estuvieron impulsadas por inversores preocupados por la estabilidad de la entidad, a pesar de que los activos de los fondos están protegidos en caso de insolvencia del gestor de activos o de la empresa matriz. El segundo artículo presenta una panorámica del mercado financiero privado en la UE. Se ponen de relieve las vulnerabilidades relacionadas con el apalancamiento, las interconexiones y la incertidumbre en torno a las valoraciones. Por ejemplo, un nivel elevado de apalancamiento hace que las sociedades de cartera sean vulnerables a un deterioro del crecimiento económico y a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Se llega a la conclusión de que la financiación privada no constituye un riesgo sistémico inmediato en la UE, pero se advierte de que su rápido crecimiento podría aumentar su relevancia sistémica. En el tercer artículo se explora la dimensión internacional de los FMM domiciliados en la UE y se hace hincapié en que gran parte de los FMM domiciliados en la UE están denominados en monedas de fuera de la UE, como el dólar estadounidense y la libra esterlina. Estos fondos tienen una dimensión global: atraen a inversores de fuera de la UE, ofrecen más financiación a emisores y prestatarios no pertenecientes a la UE que a entidades de la UE y desempeñan un papel importante en los mercados de financiación a corto plazo en monedas distintas del euro, especialmente en libras esterlinas. La conclusión es que, debido a la naturaleza global de los FMM, el hecho de que la regulación prudencial sea menos estricta en la UE que en Estados Unidos y en el Reino Unido podría comprometer la estabilidad financiera, ya que los fondos pueden ser más propensos a transmitir perturbaciones de un mercado a otro.

Recuadro 5

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

En marzo de 2025, la Junta General de la JERS debatió y aprobó un informe en el que se considera el impacto sobre la estabilidad financiera de la extensión de los criterios de simplicidad, transparencia y normalización (STS, por sus siglas en inglés) a las titulizaciones de balance. El Reglamento de titulizaciones de la UE encomienda a la JERS la vigilancia macroprudencial del mercado de titulización de la UE. En 2021, tras las modificaciones de dicho Reglamento, la JERS recibió el mandato de evaluar el impacto de la extensión de los criterios STS a las titulizaciones de balance sobre la estabilidad financiera y de publicar sus conclusiones en un informe. A diferencia de las titulizaciones tradicionales (*true-sale*), en las titulizaciones de balance, los préstamos permanecen en el balance de la entidad originadora y el riesgo de crédito se transfiere a los inversores a través de un acuerdo de cobertura del riesgo de crédito. El informe se publicó con posterioridad al período analizado.

En el informe se llega a la conclusión de que la extensión de los criterios STS a las titulizaciones de balance no ha dado lugar a riesgos significativos para la estabilidad financiera. Esta conclusión se basa en cuatro elementos clave. En primer lugar, las carteras de préstamos subyacentes a las titulizaciones de balance que cumplen los criterios para ser consideradas STS son reducidas en comparación con los balances de las entidades originadoras. En segundo lugar, la cobertura del riesgo de crédito proporcionada por los inversores privados debe financiarse, mitigando con ello el riesgo de contraparte. En tercer lugar, la calidad crediticia de estos préstamos parece ser robusta. Por último, la mayor parte del riesgo se transfiere a fondos de inversión y a fondos de pensiones, que principalmente están domiciliados fuera de la zona del euro.

El informe advierte de que esta evaluación podría cambiar en función de la evolución del mercado y de la regulación. En concreto, el informe señala que si el mercado se expande, también serían necesarios un seguimiento y una evaluación de los riesgos derivados de los efectos procíclicos y de las interconexiones. Los efectos procíclicos podrían tener su origen en una reevaluación de las ponderaciones de riesgo o en el riesgo de refinanciación, que pueden afectar a los requerimientos de capital regulatorio durante períodos de fuerte desaceleración económica. Las interconexiones facilitan que el riesgo se propague por todo el sistema financiero, lo que podría crear un canal de contagio si estas interconexiones son opacas y, por consiguiente, difíciles de vigilar y evaluar. Por último, el informe también indica que cualquier cambio regulatorio en el marco STS debe analizarse exhaustivamente para garantizar que no se introduzcan nuevas fuentes de riesgo sistémico.

2 Políticas de la JERS para abordar el riesgo sistémico

Durante el período analizado, la JERS continuó trabajando en importantes temas intersectoriales y transfronterizos. Para cumplir el mandato encomendado a la JERS de ocuparse de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE con el fin de contribuir a la prevención o la mitigación de los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera es fundamental tener una perspectiva de todo el sistema¹⁵. Este enfoque se refleja en un marco conceptual desarrollado por la institución en respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios. La JERS aplicó este enfoque conceptual a tres actividades que considera importantes para la estabilidad financiera: la gestión de activos, la compensación y la concesión de crédito. En su respuesta a la Comisión, la JERS también presentó propuestas de políticas intersectoriales para ayudar a abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los criptoactivos y las actividades relacionadas con ellos, así como del ajuste de los márgenes de garantía. Además, la institución siguió trabajando en propuestas para contribuir a prevenir o mitigar algunos de los riesgos descritos en la sección 1. Entre ellos se incluyen los riesgos para la estabilidad financiera generados por ciberincidentes sistémicos, así como los riesgos procedentes de las actividades relacionadas con los sectores inmobiliarios comercial y residencial. Estas iniciativas a nivel de todo el sistema se resumen en la sección 2.1.

De forma paralela, la JERS siguió desarrollando sus políticas sectoriales, dado que también contribuyen a la estabilidad general del sistema. En relación con el sector bancario, sus actividades incluyeron la utilización del marco de orientación macroprudencial creado para apoyar la toma de decisiones macroprudenciales por parte de las instituciones miembros de la JERS. Asimismo, en enero de 2025, la JERS y el BCE publicaron un informe conjunto con el fin de conocer mejor la aplicación de distintos enfoques para la fijación del CCA positivo neutral en Europa. Estos trabajos se resumen en la sección 2.2. Para aumentar la capacidad de resistencia de las entidades financieras no bancarias, la JERS propuso una serie de cambios en algunas de las normas prudenciales acordadas por los legisladores durante el período de referencia anterior. La JERS también proporcionó asesoramiento a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA, por sus siglas en inglés) y a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) sobre aspectos macroprudenciales de determinados textos de nivel 2 y nivel 3 que están elaborando las Autoridades Europeas de Supervisión (AES) para aplicar las nuevas normas prudenciales. Por ejemplo, se realizaron propuestas y se prestó asesoramiento sobre las normas prudenciales aplicables a las entidades de contrapartida central (ECC), los fondos

¹⁵ Véase el Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331 de 15.2.2010, p. 1).

de inversión y las empresas de seguros. Estas iniciativas sectoriales se resumen en la sección 2.3.

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

La JERS continuó trabajando en importantes temas intersectoriales y transfronterizos. Concretamente, como parte de su respuesta a la consulta de la Comisión Europea para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios, la JERS presentó varias propuestas que reflejan un enfoque sistémico y que, por tanto, se extiende más allá de las entidades financieras no bancarias (véase sección 2.1.1). Estas propuestas también incluyen medidas para ayudar a abordar los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los criptoactivos y las actividades relacionadas con ellos (véase sección 2.1.2) y del ajuste de los márgenes de garantía (véase sección 2.1.3). Además, la JERS siguió trabajando en propuestas para ayudar a prevenir o mitigar los riesgos para la estabilidad financiera generados por los ciberincidentes en todo el sistema (véase sección 2.1.4), los riesgos procedentes de la evolución de los mercados inmobiliarios comercial y residencial (véase sección 2.1.5) y los riesgos derivados de la volatilidad de los tipos de interés (véase sección 2.1.6). En el resto de esta sección se describen con más detalle los trabajos realizados por la JERS en estas áreas.

2.1.1 Enfoque sistémico de política macroprudencial

En noviembre de 2024, la JERS publicó un informe en el que se establece un enfoque sistémico de política macroprudencial y se detallan las áreas que requieren medidas legislativas por parte de la Comisión Europea¹⁶. El informe es la respuesta de la JERS a la consulta específica de la Comisión para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios. Proporciona un marco conceptual que combina el actual foco en las entidades con un foco en las actividades, adoptando de esta manera un enfoque sistémico de política macroprudencial. Un aspecto esencial de este enfoque es que considera las vulnerabilidades y los riesgos en el contexto del modelo de negocio de cada tipo de entidad. En este informe, la JERS anima a la Comisión a utilizar este enfoque sistémico en sus revisiones regulares de la legislación o cuando considere el desarrollo de legislación nueva.

La JERS ha adoptado este enfoque sistémico en relación con tres actividades: la gestión de activos, la compensación y la concesión de crédito, y ha realizado propuestas a medio plazo. La JERS seleccionó estas actividades porque tienen una importante dimensión transfronteriza real o potencial y, por tanto, cree que su capacidad de resistencia será crucial para el éxito de la unión de

¹⁶ Véase «A system-wide approach to macroprudential policy», Junta Europea de Riesgo Sistémico, noviembre de 2024.

ahorros e inversiones. Por lo que respecta a la gestión de activos, el informe señala que esta actividad se lleva a cabo de diversas formas por parte de distintas entidades, varias de las cuales están expuestas a vulnerabilidades similares a las de los fondos de inversión. La regulación vigente no tiene suficientemente en cuenta su posible impacto en la estabilidad financiera, y algunas entidades no están sujetas a ninguna regulación prudencial de la UE. Para abordar esta cuestión, en el informe se pide a la Comisión Europea que considere la posibilidad de ampliar el perímetro regulatorio y de introducir obligaciones de información para las formas más opacas de gestión de activos. En cuanto a las actividades de compensación, el informe indica que los mercados al contado y de *repos* de deuda pública han experimentado varios episodios de iliquidez y disfunciones en los últimos años. Una iniciativa tendente a aumentar la compensación centralizada en estos mercados podría reducir la incidencia o la severidad de dichos episodios. Para dar respuesta a esta cuestión, en el informe se insta a la Comisión Europea a considerar la introducción de requisitos de márgenes en las operaciones de deuda pública y de *repos* compensadas bilateralmente en los mercados al contado, con el fin de eliminar los desincentivos a la compensación centralizada y de encontrar vías que faciliten la compensación centralizada de estas operaciones. En cuanto a la concesión de crédito, el informe señala que las entidades financieras no bancarias llevan a cabo cada vez más actividad crediticia, ya sea en forma de préstamos o de compra de valores representativos de deuda. Esto significa que las medidas macroprudenciales para hacer frente al crecimiento excesivo del crédito o al sobreendeudamiento podrían ser insuficientes si solo van dirigidas a las entidades de crédito. Para resolver este problema, en el informe se hace un llamamiento a la Comisión Europea para que estudie el establecimiento de regulación basada en las actividades que permitiría a las autoridades fijar medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios y límites a la concentración de exposiciones en empresas con endeudamiento elevado, independientemente de que la actividad crediticia sea realizada por entidades bancarias o por entidades financieras no bancarias.

El informe de la JERS también apunta a algunas áreas en las que la institución había señalado previamente lagunas que requieren la adopción de medidas legislativas a corto plazo. Algunas de estas medidas tendrían que ser aplicables a todo el sistema: i) clarificación del perímetro regulatorio para las actividades de criptoactivos en el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos (MiCA, por sus siglas en inglés) y armonización de la clasificación de los criptoactivos en los Estados miembros, y ii) implementación de las propuestas y recomendaciones de organismos internacionales sobre los márgenes de garantía para garantizar que se dispone de liquidez para realizar ajustes de dichos márgenes. Estas medidas se describen más pormenorizadamente en las secciones 2.1.2 y 2.1.3. Otras medidas van destinadas al conjunto del sector, en particular la necesidad de abordar las vulnerabilidades de los fondos del mercado monetario de la UE y de desarrollar los trabajos para atajar las vulnerabilidades de los fondos de inversión. Estas iniciativas se presentan con más detalle en la sección 2.3.

En el informe de la JERS se consideran también dos elementos operativos del marco macroprudencial que afectan a las entidades financieras no bancarias:

los datos y la coordinación. En lo que respecta a los datos, el informe subraya que para abordar los riesgos para la estabilidad financiera, las autoridades necesitan: i) datos más completos y de mejor calidad, ii) un acceso más fácil a la información, y iii) más recursos para analizar los datos. El informe también hace hincapié en la necesidad de que los legisladores eliminen las trabas legales que obstaculizan la mejora del intercambio de información en el Sistema Europeo de Supervisión Financiera. En cuanto a la coordinación, en el informe se invita a la Comisión Europea a revisar los acuerdos de cooperación existentes en toda la UE y a evaluar y trabajar en el establecimiento de las condiciones que permitan a las AES supervisar a los agentes transfronterizos de mayor importancia sistémica en sus mercados financieros. También se sugiere que la Comisión estudie cómo podría aplicarse la reciprocidad con arreglo al artículo 25 de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA).

2.1.2 Criptoactivos y finanzas descentralizadas

El informe de la JERS de 2024 titulado «A system-Wide Approach to Macroprudential Policy» ofrece un resumen de las políticas sobre criptoactivos y finanzas descentralizadas y pone de relieve posibles vías de actuación regulatoria en el futuro. Como parte de la respuesta a la consulta de la Comisión Europea sobre la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios, en el resumen de las políticas se examinaban los paralelismos entre los criptoactivos y las finanzas tradicionales. Las actividades principales relacionadas con criptoactivos —incluidas la gestión de criptoactivos, los productos compensados de manera centralizada, los préstamos de criptoactivos, así como los servicios similares a los depósitos y los servicios de pago— presentan vulnerabilidades y riesgos similares a los existentes en las finanzas tradicionales. El resumen de las políticas también subraya la falta de armonización dentro de la UE en lo que respecta a la clasificación de los criptoactivos como tales con arreglo al Reglamento MiCA o como instrumentos financieros. Esto se debe a que no hay una aplicación común de la definición de «instrumento financiero» de conformidad con la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID, por sus siglas en inglés). Por tanto, aunque en el informe se reconocen los esfuerzos de las AES para asegurar la coherencia en la clasificación regulatoria de los criptoactivos y los instrumentos financieros tokenizados por parte de los agentes y de las autoridades competentes, se considera que es necesario modificar la legislación de nivel 1 pertinente para estandarizar la clasificación de los instrumentos financieros y de los criptoactivos en toda la UE. En el informe, la JERS sugiere asimismo una revisión legislativa del Reglamento MiCA con el fin de tratar las actividades no reguladas, como los préstamos de criptoactivos y las finanzas totalmente descentralizadas.

Desde que entró plenamente en vigor el 30 de diciembre de 2024, el Reglamento MiCA ha posicionado a Europa como referente normativo en el mercado mundial de criptoactivos, aunque está pendiente su aplicación plena. Este Reglamento supone un paso importante hacia unas normas uniformes para los mercados de criptoactivos en Europa y para las actividades relacionadas con ellos

que actualmente no recaen en el ámbito de la legislación financiera vigente (incluidos los instrumentos financieros cubiertos por la MiFID). Los distintos períodos transitorios adoptados por los Estados miembros (el último de los cuales finaliza en julio de 2026) constituyen un reto clave que requiere una colaboración estrecha entre las autoridades nacionales y la participación de las autoridades europeas para apoyar la convergencia supervisora.

La JERS ha hecho un seguimiento del informe de 2023 y está utilizando sus conclusiones como punto de partida para seguir explorando diversos temas, al tiempo que vigila la evolución de los mercados. Aunque en el informe de 2023¹⁷ se llegó a la conclusión de que las implicaciones sistémicas de los criptoactivos eran limitadas y que, hasta ese momento, los vínculos con las finanzas tradicionales eran escasos, la JERS sigue considerando que las autoridades deben reforzar su capacidad para realizar un seguimiento más eficaz de la evolución del ecosistema de los criptoactivos y sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Por tanto, la JERS ha dado respuesta a dicho informe y ha ampliado el alcance de su investigación para incluir las *stablecoins*, los productos cotizados relacionados con criptoactivos (ETP, por sus siglas en inglés) y los conglomerados de criptoactivos. Asimismo, la institución ha estado monitorizando los riesgos de los mercados de criptoactivos para evaluar su importancia sistémica y estudiar las respuestas. En 2024, la capitalización del mercado de criptoactivos al contado casi se duplicó y alcanzó niveles sin precedentes. Esta tendencia se vio impulsada principalmente por la aprobación de productos cotizados de bitcoin al contado por parte de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) en enero de 2024 y por la especulación acerca de un tratamiento regulatorio favorable tras las elecciones presidenciales en ese país (véase también el recuadro 6). Sin embargo, los mercados de criptoactivos siguen siendo muy volátiles debido a los desarrollos regulatorios y en los mercados. La vulnerabilidad a los ciberataques y al ciberrobo de criptoactivos continúa siendo elevada, como ilustra la sustracción de 1.500 millones de dólares estadounidenses sufrida por la plataforma de intercambio de criptomonedas Bybit en enero de 2025 —el mayor robo de criptomonedas de la historia—. En consecuencia, es preciso que las autoridades evalúen y apliquen medidas para asegurar que los agentes que operan con criptoactivos mitiguen su exposición a los riesgos operacionales, como se puso de relieve en el informe de la JERS sobre criptoactivos y finanzas descentralizadas publicado en 2023.

¹⁷ Véase «*Crypto-assets and decentralised finance – Systemic implications and policy options*», Junta Europea de Riesgo Sistémico, mayo de 2023.

Recuadro 6

Principales desarrollos en los mercados mundiales de criptoactivos entre enero de 2024 y marzo de 2025

En enero de 2024, la SEC autorizó la emisión y negociación de productos cotizados de bitcoin al contado (*spot bitcoin ETPs*), lo que provocó una fuerte demanda por parte de los inversores y dio lugar también a una acusada subida del precio del bitcoin. Los ETP facilitan el acceso de los inversores (particularmente en Estados Unidos) a los criptoactivos sin necesidad de mantenerlos directamente, lo que atrae a un abanico más amplio de inversores, incluidas grandes instituciones, como los fondos de inversión libre (*hedge funds*) o los fondos de pensiones. Los criptoactivos también registraron ganancias sustanciales a finales de 2024, dado que el mercado anticipó un cambio favorable decisivo en la política estadounidense tras las elecciones presidenciales.

Como se expone en la Orden Ejecutiva de 23 de enero de 2025, la Administración de Estados Unidos ha manifestado expresamente su objetivo de promover el desarrollo y la expansión de los activos digitales y las *stablecoins* en dólares a escala global, con el fin de salvaguardar y potenciar la soberanía del dólar estadounidense y la tecnología de registros distribuidos. También se han tomado medidas para revisar el enfoque de los supervisores estadounidenses consistentes en la retirada de demandas judiciales contra determinadas empresas, el establecimiento de un grupo de trabajo sobre activos digitales y la creación de una reserva de activos digitales en Estados Unidos.

Los legisladores estadounidenses y de la UE han adoptado posturas diferentes respecto a la regulación de las actividades relacionadas con criptoactivos. El proyecto de ley GENIUS (*GENIUS Act*), presentado el 4 de febrero de 2025, busca establecer un marco regulatorio para los pagos con *stablecoins*, partiendo de una postura favorable hacia su uso, y ofrecer alternativas para los pagos internacionales y el depósito de valor. También se presentó un proyecto de ley en el Congreso (la *STABLE Act*), que fue aprobado por el comité correspondiente del Congreso en abril de 2025. Al mismo tiempo, con arreglo al Reglamento MiCA, las *stablecoins* se regulan como fichas de dinero electrónico (EMT, por sus siglas en inglés) o como fichas referenciadas a activos (ART, por sus siglas en inglés) utilizando un tratamiento regulatorio específico. El proyecto de ley GENIUS inicial busca establecer un marco regulatorio específico para las *stablecoins* y ofrecer alternativas para los pagos internacionales y el depósito de valor. La propuesta presentada originalmente solo se ajusta en parte a las recomendaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) sobre las *stablecoins* globales, dado que no incluye disposiciones sobre conflictos de intereses o planes de gestión de crisis. Este proyecto de ley también difiere del Reglamento de la UE relativo a los mercados de criptoactivos en varios aspectos esenciales. A diferencia de los emisores de *stablecoins* autorizados con arreglo al Reglamento MiCA, los emisores estadounidenses no tendrían prohibido aplicar comisiones de reembolso de acuerdo con el marco propuesto. No se les

exigiría mantener una gran parte de sus fondos en depósitos bancarios y tendrían flexibilidad para utilizar una variedad más amplia de activos de reserva admisibles como respaldo de las *stablecoins*. Además, el proyecto de ley GENIUS no indica cuáles serían los requisitos de fondos propios para los emisores.

Las diferentes posiciones regulatorias podrían afectar negativamente a la estabilidad financiera de la UE a pesar de las medidas regulatorias adoptadas recientemente para limitar los riesgos derivados de las actividades de criptoactivos. En particular, la diferencia entre los enfoques regulatorios de la UE y de Estados Unidos puede fomentar que continúen desarrollándose los criptoactivos emitidos conjuntamente por emisores de ambas regiones (*one-leg out multi-issuance schemes*). A este respecto, el proyecto de ley GENIUS, en consonancia con la correspondiente Orden Ejecutiva sobre las *stablecoins*, prevé acuerdos recíprocos con jurisdicciones extranjeras que regulan estos activos de manera bastante similar. La intención es facilitar las operaciones internacionales y asegurar la interoperabilidad con las *stablecoins* en dólares estadounidenses emitidas en esos países. En cambio, el Reglamento MiCA no incluye ningún procedimiento para el reconocimiento de regímenes equivalentes de terceros países, pero se ha encomendado a la Comisión Europea la emisión de un informe (para junio de 2025 o junio de 2027) en el que se evalúe la necesidad de incluir dicho procedimiento. Si la UE permitiera estas emisiones múltiples sin un régimen regulatorio equivalente en Estados Unidos y las protecciones adecuadas en la UE, esta iniciativa podría dejar en situación de vulnerabilidad a los titulares de *stablecoins* de la UE en épocas de inestabilidad en los mercados. En particular, en una situación de tensiones en los mercados, los titulares de *stablecoins* en Estados Unidos podrían verse incitados a canjear sus monedas a través de un emisor de la UE para evitar las comisiones de reembolso impuestas por los emisores estadounidenses. En consecuencia, las reservas asignadas a *stablecoins* con arreglo al marco MiCA podrían acabar beneficiando a los titulares estadounidenses y dejando a los titulares de la UE sin la protección prevista en el Reglamento MiCA.

La JERS seguirá analizando cómo las autoridades nacionales competentes podrían exigir la aplicación de las disposiciones del Reglamento MiCA para mitigar los problemas derivados de las emisiones múltiples en situaciones de tensiones o determinar si serían necesarias disposiciones regulatorias adicionales.

2.1.3 Mitigación de los riesgos para la estabilidad financiera resultantes del ajuste de los márgenes de garantía

En abril de 2024, la JERS respondió a una consulta sobre la transparencia y la capacidad de respuesta de los márgenes iniciales en los mercados compensados de forma centralizada¹⁸. En enero de 2024, el Comité de

¹⁸ Véase «ESRB response to the consultative report by the BCBS, CPMI and IOSCO on transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets», Junta Europea de Riesgo Sistémico, abril de 2024.

Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) publicaron un informe consultivo sobre la transparencia y la capacidad de respuesta de los márgenes iniciales en los mercados con compensación centralizada. Las propuestas presentadas pretenden garantizar que los participantes en los mercados estén mejor preparados para afrontar ajustes de los márgenes de garantía, en particular cuando los requerimientos de márgenes aumentan en épocas de tensión. En su respuesta a la consulta, la JERS respaldó estas propuestas y señaló que varias de ellas ya se habían incorporado a la legislación de la UE. Hizo un llamamiento a la Comisión Europea para que revisara si es necesario modificar la legislación de la UE con el fin de reflejar plenamente estas propuestas y recomendaciones.

La JERS examinó los márgenes de garantía y la preparación para realizar ajustes de dichos márgenes como parte de su respuesta a la consulta de la Comisión Europea para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios¹⁹. La JERS considera que el intercambio periódico de márgenes para garantizar operaciones ha dotado de mayor seguridad al sistema financiero, pero advierte que es necesario gestionar mejor el riesgo de liquidez que puede derivarse de ajustes repentinos de los márgenes de garantía en épocas de mayor volatilidad en los mercados. Las ECC y sus miembros compensadores, en particular, deben garantizar que su comportamiento no ejerza presiones innecesarias sobre el ecosistema de compensación. Al mismo tiempo, todos los agentes que realicen operaciones que requieran el intercambio de márgenes tienen que estar preparados para afrontar ajustes de los márgenes de garantía en épocas de tensión. Para abordar esta situación, la JERS hizo un llamamiento a la Comisión Europea para que revisara si es necesario modificar la legislación de la UE para reflejar plenamente las propuestas y recomendaciones del BCBS, el CPMI-IOSCO y el FSB²⁰. La JERS también señaló que las pruebas de resistencia son una herramienta fundamental para comprobar la preparación para realizar ajustes de los márgenes y acogió con satisfacción el hecho de que las pruebas de resistencia llevadas a cabo por las AES a escala de la UE estén considerando este aspecto.

2.1.4 Fomento de la ciberresiliencia sistémica

En abril de 2024, la JERS publicó un segundo informe sobre los avances en las herramientas macroprudenciales para la ciberresiliencia²¹. En el informe, la

¹⁹ Véase «*A system-wide approach to macroprudential policy*», Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2024, *op.cit.*

²⁰ Los informes finales del BCBS, el CPMI e IOSCO se publicaron en enero de este año. «*Transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets – review and policy proposals*», BCBS/CPMI/IOSCO, enero de 2025; «*Streamlining variation margin processes and initial margin responsiveness of margin models in non-centrally cleared markets*», BCBS/IOSCO, enero de 2025; «*Streamlining variation margin in centrally cleared markets - examples of effective practices*», CPMI/IOSCO, enero de 2025.

²¹ Véase «*Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools*», Junta Europea de Riesgo Sistémico, abril de 2024.

JERS concluyó que puede haber incidentes a gran escala que requieran una importante acción colectiva y coordinada entre jurisdicciones. La JERS identificó tres áreas de actuación. En primer lugar, la institución anima a las autoridades y a las entidades financieras a que mejoren las iniciativas centradas en la gestión y el intercambio de información. En segundo lugar, propugna la aplicación de prácticas de gestión y coordinación de crisis a escala nacional y de la UE que se ajusten a los estándares europeos e internacionales. En tercer lugar, la JERS seguirá estudiando las ventajas y los inconvenientes de las opciones para casos de contingencia y los mecanismos de respaldo de todo el sistema. La Junta General de la JERS discutió y aprobó el informe, que se describe con más detalle en el Informe Anual de 2023, en marzo de 2024.

En enero de 2025, la JERS pasó a ser miembro del nuevo marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos de la UE (EU-SCICF, por sus siglas en inglés) creado por las AES. A principios de la década, la JERS reconoció una laguna en los marcos de gestión de crisis existentes y la necesidad de establecer un mecanismo para superar posibles fallos de coordinación durante la respuesta a un ciberincidente sistémico. El objetivo de este mecanismo es aumentar el nivel de preparación y definir una respuesta coherente y eficaz. Por tanto, en 2021, la Junta General de la JERS emitió una Recomendación²² dirigida a las AES para el establecimiento del EU-SCICF en paralelo a la implementación del Reglamento sobre resiliencia operativa digital (DORA, por sus siglas en inglés). Las AES acogieron con satisfacción la Recomendación²³ y anunciaron el establecimiento del EU-SCICF en julio de 2024²⁴. Desde enero de 2025, las AES colaboran en dicho marco a través de la Secretaría del EU-SCICF y también presiden el EU-SCICF Forum, del que la JERS es miembro²⁵.

2.1.5 Vulnerabilidades del sector inmobiliario

La JERS continuó realizando un seguimiento de los desarrollos en los mercados inmobiliarios europeos y analizó la evolución de los criterios de aprobación de préstamos sobre la base de la información facilitada por los países miembros. En 2023, en los países del EEE se observó un aumento generalizado de la ratio de servicio del préstamo sobre ingresos (*loan service-to-income*, LSTI) o de servicio de la deuda sobre ingresos (*debt-to-service income*, DSTI) de los nuevos préstamos en comparación con 2022, tras el alza que experimentaron los costes del servicio de la deuda después de la subida de los tipos de interés. Este aumento fue acompañado en general por un incremento de los plazos de las hipotecas. Además, en muchos países las ratios de principal del préstamo sobre el valor de la garantía (*loan-to-value*, LTV) o de principal del préstamo sobre ingresos/deuda sobre ingresos (*loan-*

²² Véanse la «Recomendación JERS/2021/17» y el informe complementario titulado «Mitigating systemic cyber risk», Junta Europea de Riesgo Sistémico, enero de 2022.

²³ Véase la declaración pública de las AES en la que acogen con satisfacción la Recomendación de la JERS para el establecimiento de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos, publicada en enero de 2022.

²⁴ Véase el anuncio de las AES sobre el establecimiento del EU-SCICF.

²⁵ Véanse los términos de referencia del EU-SCICF Forum y la ficha informativa del EU-SCICF. La presidencia del EU-SCICF va rotando entre las AES y la JERS.

to-income/debt-to-income, LTI/DTI) se redujeron, lo que puso de manifiesto una posible disminución de los importes medios de las hipotecas contratadas por los hogares en 2023. La JERS comparó los criterios de concesión de hipotecas entre los distintos países y, pese a las dificultades derivadas de las diferencias en las definiciones, este análisis proporcionó un buen punto de partida para identificar los países en los que las prácticas crediticias aún podrían mejorar.

Para dar seguimiento al informe titulado «[Report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries](#)» publicado en 2024, la JERS volvió a analizar la evolución de las vulnerabilidades del sector inmobiliario residencial centrándose en una comparación de las tendencias recientes con la media europea. Algunos países habían observado unas dinámicas rápidas en sus mercados de la vivienda, con niveles elevados de riesgos cíclicos. Sin embargo, las autoridades de esos países han implantado recientemente nuevas políticas que se espera que mitiguen adecuadamente el aumento de las vulnerabilidades.

Otra área de trabajo es la exploración de vías para aplicar medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) en el sector inmobiliario comercial. Estas nuevas herramientas limitarían la asunción de riesgos por parte de los prestamistas y garantizarían que las empresas prestatarias de este sector estén mejor situadas para hacer frente al pago de su deuda. Los trabajos en curso en esta área respaldan la [Recomendación de la JERS sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial en el Espacio Económico Europeo \(JERS/2022/9\)](#), en la que se pidió a los Estados miembros que velaran por la solidez de las prácticas de financiación de dicho sector. En la Recomendación se encomendaba a la Comisión Europea la tarea de realizar una propuesta de legislación de la UE si lo consideraba necesario. Esta legislación complementaría los instrumentos macroprudenciales específicos para cada entidad existentes en ese momento con instrumentos macroprudenciales basados en las actividades, a fin de contribuir a abordar las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial. Los trabajos también son coherentes con las propuestas de regulación crediticia basada en las actividades que se pusieron de relieve en la respuesta de la JERS a la consulta de la Comisión Europea sobre políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios²⁶.

2.1.6 Entorno de mayor incertidumbre y variabilidad de los tipos de interés

La pandemia de COVID, la invasión rusa de Ucrania y las políticas de la nueva Administración Trump han puesto de manifiesto el hecho de que el riesgo sistémico también puede derivarse de perturbaciones exógenas, así como de la ciclicidad inherente al sistema financiero. El aumento de la inflación provocado por estos acontecimientos dio lugar a un rápido endurecimiento de la política monetaria y a una fuerte subida de los tipos de interés. Esto supuso una

²⁶ «[A system-wide approach to macroprudential policy](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2024, *op.cit.*

perturbación importante para el sistema financiero, que generó pérdidas de valoración significativas en los activos a tipo de interés fijo y necesidades de liquidez para cumplir los requerimientos de márgenes de los derivados de tipos de interés.

Aunque el incremento de los tipos de interés no causó inestabilidad financiera en la UE, la Junta General consideró que el riesgo sistémico relacionado con la variabilidad de los tipos debería ser objeto de un seguimiento más estrecho.

No se produjeron quiebras bancarias importantes en la UE, como ocurrió en Estados Unidos y Suiza, ni crisis de liquidez relevantes, como en el Reino Unido, donde el Banco de Inglaterra tuvo que intervenir para dar apoyo a los fondos de pensiones. La JERS creó una red informal de expertos de las AES, la Junta Única de Resolución, el BCE, el MUS, el Comité Científico Consultivo de la JERS y varios bancos centrales nacionales, que extraerá conclusiones del reciente episodio de subida de los tipos de interés e intentará evaluar el grado de preparación del sistema financiero de la UE para futuras variaciones de los tipos de interés, que ahora son más probables en el actual entorno de incertidumbre global.

El aumento de la incertidumbre relacionada con los desarrollos (geo)políticos, tecnológicos y climáticos plantea nuevos retos para la política macroprudencial.

La JERS ha creado un grupo exploratorio bajo los auspicios de su Comité Técnico Consultivo y su Comité Científico Consultivo para estudiar métodos que puedan complementar el conjunto de herramientas prudenciales establecido para realizar un seguimiento de los riesgos para la estabilidad financiera que no pueden evaluarse a partir de datos históricos. El grupo ha examinado métodos de análisis prospectivo y de escenarios y, en 2025, debería proponer formas prácticas de mejorar la capacidad de las autoridades macroprudenciales para anticipar y estar preparadas frente a un abanico más amplio de amenazas para la estabilidad financiera.

2.2 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades de crédito

2.2.1 Análisis del riesgo país y el marco de orientación macroprudencial

Como se indicaba en el Informe Anual de 2023, la JERS utiliza su marco de orientación macroprudencial para contribuir a la toma de decisiones macroprudenciales por parte de las instituciones miembros de la JERS. La importancia de esta evaluación holística de la orientación macroprudencial también se destaca en el informe publicado por el Grupo de trabajo de alto nivel de la JERS. Los cuatro autores ponen de relieve la importancia de adoptar una perspectiva transfronteriza «con el fin de garantizar que se consideren los diversos entornos macroeconómicos y financieros de todos los Estados miembros de la UE, y que se puedan identificar los riesgos sistémicos que se originan en un único país». Las evaluaciones llevadas a cabo por la JERS tienen un doble enfoque: transfronterizo y

por país. Se basan en análisis económicos cualitativos y se complementan con discusiones con las autoridades macroprudenciales nacionales. También incorporan un enfoque basado en indicadores, en el que se realiza una comparación entre países de los indicadores ya disponibles sobre riesgos, resiliencia y políticas tanto para medidas basadas en el capital como para las basadas en la capacidad de pago de los prestatarios²⁷. Este enfoque sistemático permite comparar todos los países de la misma manera, lo que complementa la evaluación específica de cada país y proporciona una evaluación general de la postura macroprudencial del conjunto de miembros de la JERS.

Durante el pasado año, la JERS ajustó la forma en que lleva a cabo su evaluación de la orientación, con el fin de aportar una perspectiva más amplia y de futuro a su análisis. Europa se enfrenta a importantes retos que influyen en el riesgo sistémico. La incertidumbre es especialmente elevada debido a una situación geopolítica llena de tensiones internacionales, incluidas la guerra de agresión de Rusia contra Ucrania, la guerra en Oriente Próximo y las restricciones comerciales. Además, el anterior tono restrictivo de la política monetaria aún no se ha transmitido por completo al ciclo crediticio y, más bien, el menor nivel actual de los tipos de interés debería estar reforzando el ciclo. El análisis de la JERS tiene en cuenta factores adicionales, como la elevada incertidumbre actual y la exposición a aumentos de los aranceles, al tiempo que adopta una perspectiva de futuro para evaluar si la orientación macroprudencial es acorde con las condiciones financieras vigentes en cada país. No obstante, los riesgos más tradicionales, como los derivados de los mercados inmobiliarios, continuaron siendo objeto de seguimiento a través del marco de orientación macroprudencial.

La JERS seguirá utilizando y mejorando el marco de orientación macroprudencial. El marco macroprudencial de la JERS también incorpora un enfoque de crecimiento en riesgo (GaR, por sus siglas en inglés), que puede utilizarse para estimar el impacto de la política macroprudencial en las previsiones de distribución del crecimiento económico en el futuro. El modelo utilizado para el enfoque GaR continuará ajustándose para mejorar el resultado de sus previsiones. Además, en la actualidad, el enfoque solo cubre el sector bancario, mientras que los intermediarios financieros no bancarios son cada vez más importantes y su interconexión con el sistema bancario es cada vez mayor. Por tanto, se prevé que el marco acabe ampliándose para incluir a dicho sector, lo que permitirá realizar una evaluación verdaderamente holística de la orientación macroprudencial del sector bancario europeo.

2.2.2 Enfoque positivo neutral para la fijación del colchón de capital anticíclico

En enero de 2025, la JERS y el BCE publicaron un informe conjunto con el fin de conocer mejor la aplicación de distintos enfoques para la fijación del CCA

²⁷ Véanse «Improvements to the ESRB macroprudential stance framework», JERS, 2024; «Report of the Expert Group on Macroprudential Stance – Phase II (implementation)», JERS, 2021; y «Features of a macroprudential stance: initial considerations», JERS, 2019.

positivo neutral²⁸. La acumulación oportuna de colchones de capital que puedan liberarse en épocas de tensión es esencial para la estabilidad financiera. Una manera de lograrlo es fijar un porcentaje de CCA en una fase temprana del ciclo cuando los riesgos sistémicos cíclicos no son ni bajos ni altos. En los últimos años, la aplicación de un enfoque «positivo neutral» para este colchón ha ganado fuerza en los países del EEE como una forma de aumentar la resiliencia a lo largo del ciclo financiero. Diecisiete jurisdicciones del EEE han activado el CCA en fases tempranas, lo que garantiza la disponibilidad de colchones suficientes para poder liberarlos en épocas de tensión, para absorber pérdidas y permitir que las entidades de crédito desempeñen sus funciones económicas principales en períodos de recesión. El objetivo del informe es ayudar a entender cómo pueden aplicar las autoridades este enfoque «positivo neutral», lo cual es fundamental para avanzar en el uso del CCA.

En el informe se revisan la información disponible y la experiencia adquirida hasta la fecha en la aplicación de un CCA positivo neutral para promover el aprendizaje entre pares y fomentar un entendimiento común de su uso. Sobre la base de una amplia encuesta realizada entre las instituciones miembros de la JERS, el informe describe las experiencias de jurisdicciones que han aplicado (o están considerando aplicar) un CCA positivo neutral. También incorpora las opiniones de aquellos que no han utilizado este enfoque. De esta forma se entienden mejor las diferentes perspectivas y se pueden identificar los posibles obstáculos al uso de un CCA positivo neutral. El informe trata varios aspectos de las estrategias adoptadas por las jurisdicciones miembros para la aplicación de este colchón. Entre ellas se incluye el análisis de las motivaciones que justifican la adopción de un enfoque de CCA positivo neutral o de la decisión de no adoptar dicho enfoque. El informe también considera los costes y beneficios percibidos, así como las implicaciones de fijar el CCA a lo largo del ciclo, los métodos de calibración, las interacciones con otros instrumentos de capital, la usabilidad de los colchones y consideraciones sobre reciprocidad.

Puede haber muchas motivaciones diferentes —y a menudo coexistentes— para adoptar un enfoque de CCA positivo neutral. La mayoría están relacionadas con: i) la necesidad de constituir el CCA en un momento del tiempo oportuno (para abordar lagunas o la incertidumbre en la identificación de los riesgos sistémicos, y también para asegurar la disponibilidad de colchones de capital liberables en las fases tempranas del ciclo financiero); ii) permitir una acumulación más gradual (y, por tanto, menos costosa) del colchón, y iii) aumentar la magnitud de los colchones liberables, también para mejorar la capacidad de resistencia frente a una variedad más amplia de perturbaciones potencialmente importantes.

En el informe se destacan varios elementos comunes de los enfoques de CCA positivo neutral adoptados por los países del EEE. Primero, un CCA positivo neutral no se considera un nuevo colchón, sino que, más bien, se concibe como la activación más temprana del CCA en un entorno en el que los riesgos sistémicos cíclicos no son ni bajos ni altos. Segundo, en la mayoría de los países no se espera

²⁸ Véase «Using the countercyclical capital buffer to build resilience early in the cycle», Junta Europea de Riesgo Sistémico y Banco Central Europeo, enero de 2025.

que la adopción de un enfoque de CCA positivo neutral dé lugar a mayores requisitos de CCA cuando se alcance el punto álgido del ciclo, lo que es acorde con el objetivo de acumular este colchón en una fase temprana del ciclo. Tercero, para la mayor parte de los países, este uso más proactivo y flexible del CCA no necesita compensarse con una reducción de otros requisitos, en consonancia con la naturaleza basada en el riesgo del CCA.

Por último, en el informe se describen cuáles son los retos y obstáculos que las instituciones miembros de la JERS consideran que tienen que afrontar para aplicar un CCA positivo neutral, y se presentan posibles maneras de superarlos. En primer lugar, aportar mayor claridad sobre los objetivos de un CCA positivo neutral podría aliviar la preocupación acerca de posibles solapamientos con los objetivos de otros instrumentos, especialmente el colchón contra riesgos sistémicos. En segundo lugar, algunos países consideran que la falta de claridad de la legislación de la UE es un obstáculo para adoptar un enfoque de CCA positivo neutral. En este contexto, sería útil revisar el marco macroprudencial europeo para asegurar que el CCA pueda utilizarse de forma más flexible y proactiva. Esto podría lograrse reduciendo su dependencia de la brecha de crédito-PIB y de otros indicadores del crédito a la hora de guiar la fijación del porcentaje de CCA. Las instituciones miembros de la JERS también apoyan ampliamente la promoción de una aplicación más coherente del CCA (incluido su uso en una fase temprana del ciclo) en la UE, manteniendo al mismo tiempo un cierto grado de discrecionalidad para tener en cuenta las características específicas de cada país. En este contexto, la mayoría de las instituciones miembros de la JERS apoyan una actualización de la Recomendación JERS/2014/1²⁹, también para proporcionar a las autoridades que deseen aplicar un enfoque positivo neutral un marco de referencia común para fijar y calibrar el CCA cuando los riesgos cíclicos no sean elevados, al tiempo que se sigue permitiendo un grado suficiente de discrecionalidad nacional.

2.3 Fortalecimiento del marco regulatorio de las entidades financieras no bancarias

La JERS propuso cambios en determinados textos de nivel 1 para reforzar la capacidad de resistencia de las entidades financieras no bancarias y prestó asesoramiento a las AES sobre algunos textos de nivel 2 y nivel 3. Durante el período de referencia anterior, los colegisladores de la UE alcanzaron un acuerdo político sobre los textos de nivel 1 que establecen las normas prudenciales que regulan a determinadas entidades financieras no bancarias: los fondos de inversión (Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos o GFIA³⁰) y los

²⁹ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas (JERS/2014/1).

³⁰ 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 y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010 (DO L 174 de 1.7.2011, p. 1).

organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (Directiva sobre OICVM³¹), las empresas de seguros (Directiva de Solvencia II³²) y las ECC (Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado o EMIR, por sus siglas en inglés³³). Durante este período de referencia, la JERS propuso cambios en algunas de las normas para mejorar la capacidad de resistencia de las entidades financieras no bancarias. También proporcionó asesoramiento a la EIOPA y la ESMA sobre aspectos macroprudenciales de determinados textos de nivel 2 y nivel 3 que están elaborando las AES para aplicar las nuevas normas prudenciales. Por ejemplo, se realizaron propuestas y se prestó asesoramiento sobre las normas prudenciales aplicables a las ECC, los fondos de inversión y las empresas de seguros. En el resto de esta sección se describen con más detalle los trabajos realizados por la JERS a este respecto.

2.3.1 Compensación centralizada

En enero de 2025, la JERS respondió a la consulta de la ESMA sobre las condiciones de la obligación de mantener cuentas activas (AAR, por sus siglas en inglés)³⁴. La revisión del EMIR 3 exige a determinadas entidades de contrapartida financieras y no financieras mantener cuentas activas en ECC de la UE para los contratos de derivados relacionados con los servicios de compensación que la ESMA ha identificado como de importancia sistémica sustancial para la estabilidad financiera de la UE o de uno o más de sus Estados miembros. En su respuesta a la consulta de la ESMA sobre las condiciones de la AAR, la JERS respaldó las propuestas presentadas por la ESMA y realizó comentarios sobre aquellos aspectos de la consulta que consideraba más relevantes desde la perspectiva de la estabilidad financiera: i) las condiciones operativas, ii) las obligaciones de representatividad y iii) las obligaciones de información. Además, la JERS expresó su opinión sobre otros temas fuera del ámbito de la consulta de la ESMA. En concreto, la JERS manifestó que es probable que la forma en que el texto de nivel 1 introducía la obligación de mantener cuentas activas sea insuficiente para abordar adecuadamente los riesgos para la estabilidad financiera. En particular, lamentó la ausencia de medidas basadas en el riesgo para las exposiciones totales a ECC de terceros países. Asimismo, la JERS hubiera preferido que se hubiesen incluido nuevas obligaciones de información en las líneas de reporte a los registros de operaciones establecidas previamente con arreglo al EMIR.

³¹ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32).

³² Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) (versión refundida) (DO L 335 de 17.12.2009, p. 1).

³³ Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (DO L 201 de 27.7.2012, p.1).

³⁴ Véase «ESRB response to the ESMA consultation on the conditions of the Active Account Requirement following the review of the EMIR», Junta Europea de Riesgo Sistémico, enero de 2025.

2.3.2 Fondos de inversión, incluidos fondos del mercado monetario (FMM)

En diciembre de 2024, la JERS publicó un informe en el que se identifican las vulnerabilidades de los FMM y otros fondos de inversión de la UE como áreas prioritarias en las que son necesarias medidas legislativas. La mayor parte del informe, que es la respuesta de la JERS a la consulta específica de la Comisión Europea para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios, se centra en las medidas que requieren legislación aplicable a todo el sistema financiero. Estas medidas se describen en la sección 2.1. Sin embargo, en el informe también se identifican áreas en las que son necesarias medidas para mejorar la legislación específica de un sector —a saber, el Reglamento sobre fondos del mercado monetario (Reglamento sobre FMM), la Directiva sobre GFIA y la Directiva sobre OICVM—, con el fin de abordar las vulnerabilidades.

En el informe se insta a aplicar la Recomendación de la JERS sobre FMM de 2021³⁵, ya que las vulnerabilidades de estos fondos siguen sin subsanarse y continúan planteando riesgos para la estabilidad financiera. En su Recomendación de 2021, la JERS recomienda que la Comisión Europea: i) reduzca los efectos umbral que podrían generar las ventajas asociadas a la dinámica de «ser el primero en actuar» y dar lugar a retiradas masivas, entre otras cosas exigiendo que todos los FMM con un valor liquidativo de baja volatilidad tengan un valor liquidativo fluctuante; ii) introduzca requisitos de liquidez más elevados y anime a los FMM a utilizar los colchones de liquidez para hacer frente a los reembolsos; iii) exijan a los FMM que tengan al menos una herramienta de gestión de la liquidez disponible para trasladar los costes de negociación a los inversores salientes y entrantes, y iv) mejore los marcos de seguimiento y de pruebas de resistencia. Esta Recomendación tuvo su reflejo en las propuestas de la ESMA relativas a la revisión del Reglamento sobre FMM³⁶. Si bien las vulnerabilidades se están abordando en Estados Unidos y el Reino Unido, en la respuesta de la JERS a la consulta específica de la Comisión para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios se señala que no se adoptaron medidas en la UE³⁷. Esto plantea riesgos para la estabilidad financiera y significa que es más probable que los FMM de la UE transmitan perturbaciones a los mercados mundiales a través de sus interconexiones transfronterizas.

El informe también propone adaptar las herramientas de política macroprudencial existentes en el marco regulatorio de los fondos de inversión y crear nuevas herramientas para reducir el riesgo sistémico. En el informe se

³⁵ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre la reforma de los fondos del mercado monetario (JERS/2021/9) (DO C 129 de 22.3.2022, p. 1).

³⁶ «Final Report: ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation», Autoridad Europea de Valores y Mercados, 2022a.

³⁷ Véase «Compliance report. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on reform of money market funds (ESRB/2021/9)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, febrero de 2025, que muestra un incumplimiento sustancial de la Recomendación por parte de la Comisión Europea (véase sección 4.2).

señala que el marco regulatorio y supervisor de los fondos de inversión ha seguido reforzándose. En concreto, las recientes modificaciones de la Directiva sobre GFIA y de la Directiva sobre OICVM han introducido disposiciones esenciales para las herramientas de gestión de la liquidez y han mejorado las obligaciones de información³⁸. Sin embargo, son necesarios esfuerzos adicionales para reducir los riesgos y las vulnerabilidades. En su informe, la JERS aboga por períodos de notificación más largos y menores frecuencias de reembolso para hacer frente a los desajustes de liquidez estructurales de los fondos que invierten en activos fundamentalmente ilíquidos. Las JERS también pide la incorporación de medidas antidilución en la gestión de fondos, además de una incorporación más efectiva del riesgo de liquidez derivado de los márgenes de garantía o de las garantías en el marco de pruebas de resistencia de liquidez. Asimismo, la JERS reclama coherencia en las definiciones y métricas del apalancamiento entre los OICVM y los gestores de fondos de inversión alternativos para que se pueda hacer un seguimiento y controlar con eficacia el apalancamiento excesivo, así como restricciones directas al apalancamiento. Además, es necesaria mayor transparencia en los fondos de capital riesgo y de deuda para evaluar los riesgos de manera eficaz.

2.3.3 Seguros

En diciembre de 2024 la JERS proporcionó asesoramiento a la EIOPA sobre los criterios para la identificación de perturbaciones sectoriales excepcionales³⁹. El artículo 144 *quater* de la Directiva de Solvencia II faculta a las autoridades de supervisión para adoptar medidas destinadas a preservar la situación financiera de las diversas empresas de seguros o la estabilidad del sistema financiero en períodos de perturbaciones sectoriales excepcionales. A fin de asegurar que los supervisores apliquen estas medidas con coherencia, se ha encomendado a la EIOPA la tarea de elaborar una norma técnica de regulación (RTS, por sus siglas en inglés), previa consulta a la JERS (artículo 144 *quater*, apartado 7), que establezca los criterios para la identificación de dichas perturbaciones. Como parte de esta consulta, la JERS prestó asesoramiento en relación con un proyecto de RTS elaborado por la EIOPA, en el que señaló áreas en las que podría mejorarse dicho proyecto. Algunas áreas de mejora sugeridas son aclarar que los criterios establecidos en la RTS no son una lista cerrada, ampliar la información de referencia sobre las perturbaciones sectoriales, considerar factores de transmisión y amplificación como parte de los criterios de identificación, y proporcionar más información y aclaraciones sobre conceptos clave que no se definen en la Directiva de Solvencia II. En el asesoramiento de la JERS también se destaca la importancia de las RTS y otras orientaciones que se están elaborando para respaldar la implementación de las nuevas disposiciones supervisoras de los artículos 144 *bis* a 144 *quinquies* de la Directiva de Solvencia II con objeto de seguir un enfoque holístico. Además, se reitera la relevancia de las RTS y otras directrices

³⁸ Directiva (UE) 2024/927.

³⁹ Véase «ESRB advice to EIOPA on the criteria for identification of exceptional sector-wide shocks», Junta Europea de Riesgo Sistémico, 19 de diciembre de 2024.

para garantizar que el sector sea objeto de un seguimiento adecuado desde una perspectiva macroprudencial.

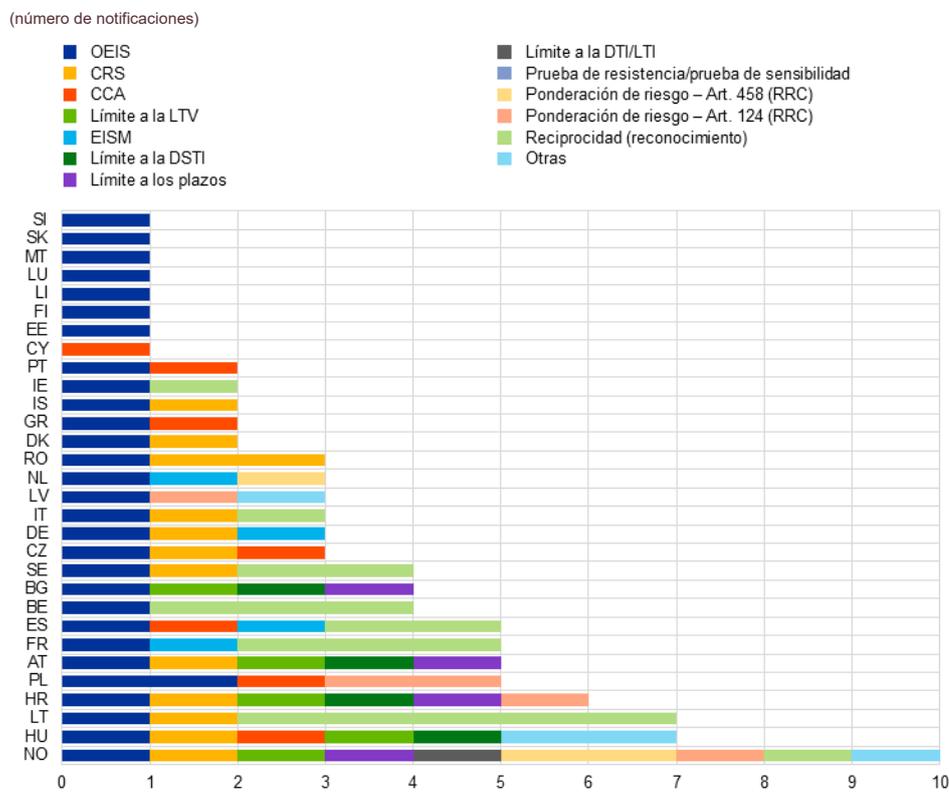
3 Análisis de las medidas nacionales

En esta sección se describen las medidas de política macroprudencial adoptadas por los países del EEE y notificadas a la JERS durante el período analizado⁴⁰. En consonancia con el amplio mandato de la JERS y dado que su perspectiva abarca todo el EEE, la institución actúa como plataforma de información sobre las medidas macroprudenciales adoptadas por sus países miembros. La JERS mantiene la base de datos de medidas macroprudenciales adoptadas por los países del EEE y notificadas a la JERS. Durante el período de referencia, todos los países del EEE notificaron a esta institución al menos una medida macroprudencial. En esta sección, las medidas notificadas a la JERS se han ordenado por tipo de instrumento.

⁴⁰ Se refiere a las medidas notificadas y anunciadas durante el período analizado, es decir, entre el 1 de abril de 2024 y el 31 de marzo de 2025. Los países envían las notificaciones sobre otras entidades de importancia sistémica (OEIS) una vez al año y, por tanto, hay una entrada por país por año.

Gráfico 7

Notificaciones recibidas por la JERS entre abril de 2024 y marzo de 2025, por tipo de medida y por país



Fuente: JERS.

Notas: Solo se han incluido las medidas adoptadas o anunciadas públicamente durante el período analizado y antes de la fecha de cierre (31 de marzo de 2025). Las medidas de reciprocidad (reconocimiento) son decisiones adoptadas por los países en aplicación recíproca de las medidas macroprudenciales de otros países. «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico, «CRS» al colchón contra riesgos sistémicos, «OEIS» al colchón para otras entidades de importancia sistémica, «EISM» al colchón para entidades de importancia sistémica mundial, «LTV» al límite a la ratio principal del préstamo sobre el valor de la garantía, «DSTI» al límite a la ratio de servicio de la deuda sobre ingresos, «DTI/LTI» a los límites a las ratios de deuda sobre ingresos y de principal del préstamo sobre ingresos, y «RRC» al Reglamento de Requerimientos de Capital.

3.1 Descripción de las medidas nacionales

En el período analizado, la mayoría de las decisiones de política macroprudencial dieron lugar a un endurecimiento, más que a una relajación, de la orientación de dicha política en un número de países del EEE, particularmente en lo que se refiere a las políticas relacionadas con los colchones de capital (gráfico 8). Varios países del EEE aumentaron sus porcentajes de CCA y cuatro activaron el colchón por primera vez. En algunos casos, estos aumentos se produjeron con arreglo a un enfoque de porcentaje positivo neutral, según el cual las autoridades tienen el objetivo de aplicar un porcentaje de CCA positivo cuando se considera que los riesgos no son ni bajos ni altos. Dos países activaron nuevos CRS, uno introdujo un CRS sectorial en respuesta al incremento de los riesgos sistémicos, mientras que otros dos redujeron el porcentaje de CRS vigente.

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

Por último, un país introdujo una nueva medida de ponderación de riesgo en las exposiciones a inmuebles comerciales, dos países ampliaron el período de aplicación de las medidas de ponderación de riesgo existentes para las exposiciones al sector inmobiliario residencial o comercial⁴¹, mientras que otros tres eliminaron medidas de ponderación de riesgo más estrictas en el contexto de la entrada en vigor del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC) revisado⁴².

⁴¹ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

⁴² Reglamento (UE) 2024/1623 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que respecta a los requisitos para el riesgo de crédito, el riesgo de ajuste de valoración del crédito, el riesgo operativo, el riesgo de mercado y el suelo al importe total de la exposición en riesgo (DO L 2024/1623).

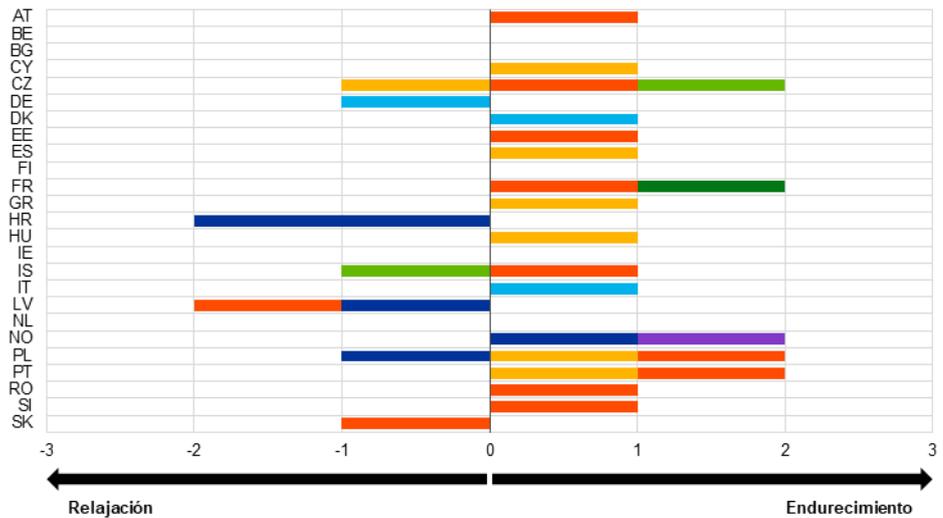
Gráfico 8

Resumen del endurecimiento o relajación de las medidas basadas en el capital o en la capacidad de pago de los prestatarios entre abril de 2024 y marzo de 2025

(número de medidas)

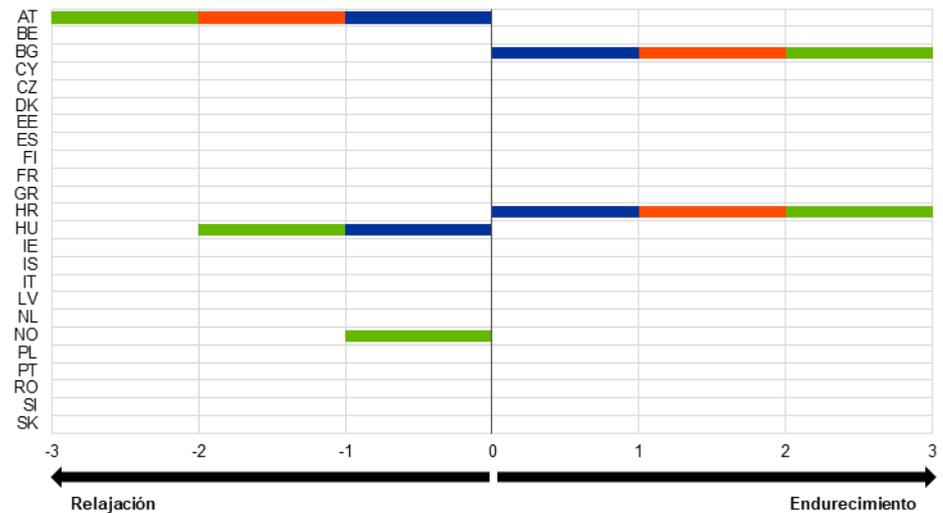
a) Medidas basadas en el capital

- Ponderación de riesgo – Art. 124
- CCA
- OEIS
- CRS general
- CRS sectorial
- EISM
- Ponderación de riesgo – Art. 458



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

- DSTI
- DTI
- Plazo de los préstamos
- LTV



Fuente: JERS.

Notas: La relajación de los límites existentes a la LTV y la DSTI en Hungría se refiere solo a un grupo específico de prestatarios, en el caso de los préstamos «verdes». Tras la entrada en vigor del RRC III revisado, algunos países examinaron las medidas nacionales adoptadas con arreglo al artículo 124 y revocaron la aplicación de ponderaciones de riesgo más elevadas para las exposiciones al sector inmobiliario. Estas acciones no se han considerado como una «relajación» de las medidas a efectos de este gráfico y se describen con más detalle en la sección 3.5.

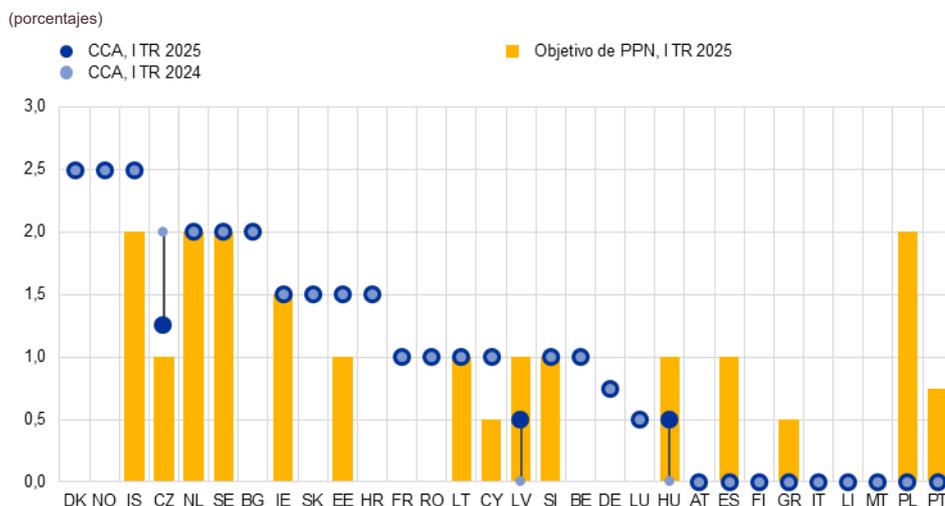
3.2 Colchón de capital anticíclico

Durante el período analizado, siete países anunciaron un cambio en sus porcentajes de CCA, endureciendo la orientación de su política macroprudencial en la mayoría de los casos. Grecia, Polonia, Portugal y España anunciaron la activación de sus porcentajes de CCA por primera vez, en niveles comprendidos entre el 0,25 % y el 1 %. Dos países, Chipre y Hungría, incrementaron sus porcentajes de CCA hasta el 1,5 % y el 1 %, respectivamente. A pesar de las perspectivas favorables para su economía, Chipre decidió elevar su porcentaje de CCA a la vista del aumento de los riesgos sistémicos cíclicos y los riesgos reputacionales, así como de los desarrollos geopolíticos. Tras posponer inicialmente la activación de su CCA tras la disminución de sus riesgos sistémicos cíclicos y la menor preocupación acerca de la sobrevaloración del mercado de la vivienda, Hungría activó su porcentaje de CCA por primera vez en el 0,5 % en julio de 2024. En cambio, la República Checa redujo más su porcentaje de CCA en dos fases, hasta situarlo en el 1,25 %, debido a la disminución de los riesgos cíclicos en el sector bancario nacional. Este enfoque está en consonancia con el que se aplica en el país para calibrar dicho colchón, que coincide en gran medida con las fases de su ciclo financiero. Durante la desaceleración gradual del ciclo, se continúa realizando un seguimiento de los resultados utilizando métodos cuantitativos y se adopta un enfoque conservador con respecto a la reducción del porcentaje de CCA. Al final del período considerado (31 de marzo de 2025), 25 países habían anunciado o aplicaban un porcentaje de CCA positivo (gráfico 9).

En algunos países, los incrementos estuvieron relacionados con la aplicación de porcentajes de CCA positivos neutrales. El objetivo del enfoque de porcentaje positivo neutral es asegurar que se dispone de capital suficiente para liberarlo en una fase temprana del ciclo, para absorber pérdidas y permitir a las entidades de crédito desempeñar sus funciones económicas principales en períodos de recesión. En el período analizado, España y Hungría empezaron a aplicar un CCA positivo neutral y lo fijaron en el 0,5 % y el 1 %, respectivamente. En España, el objetivo de porcentaje positivo neutral se fijó en el 1 % siempre que los riesgos sistémicos cíclicos se mantengan en un nivel estándar. El requerimiento de colchón en vigor será inicialmente del 0,5 %, aplicable a partir del 1 de octubre de 2025, y previsiblemente se elevará hasta el 1 % en el cuarto trimestre de 2025 para su aplicación a partir del 1 de octubre de 2026. Polonia y Chipre incrementaron sus porcentajes de CCA hasta el 1 % y el 1,5 %, respectivamente, situándose ambos en un nivel positivo neutral, aunque el reciente aumento en Chipre se atribuyó a los elevados riesgos cíclicos. Grecia y Portugal revisaron o desarrollaron sus marcos en un entorno neutral. Grecia decidió fijar su porcentaje de CCA en el 0,25 %, aplicable a partir de octubre de 2025, y, de forma secuencial, pasará previsiblemente a un objetivo de porcentaje positivo neutral del 0,5 % a partir de octubre de 2026. Portugal también estableció un porcentaje positivo neutral igual al 0,75 %. La adopción de porcentajes de CCA positivos neutrales ya es generalizada. En conjunto, a 31 de marzo de 2025, 17 países aplicaban un porcentaje positivo neutral, incluidos aquellos que han anunciado un porcentaje positivo, aunque no sea efectivo todavía.

Gráfico 9

Porcentajes de CCA aplicados y objetivo de porcentajes positivos neutrales en los países del EEE a 31 de marzo de 2025



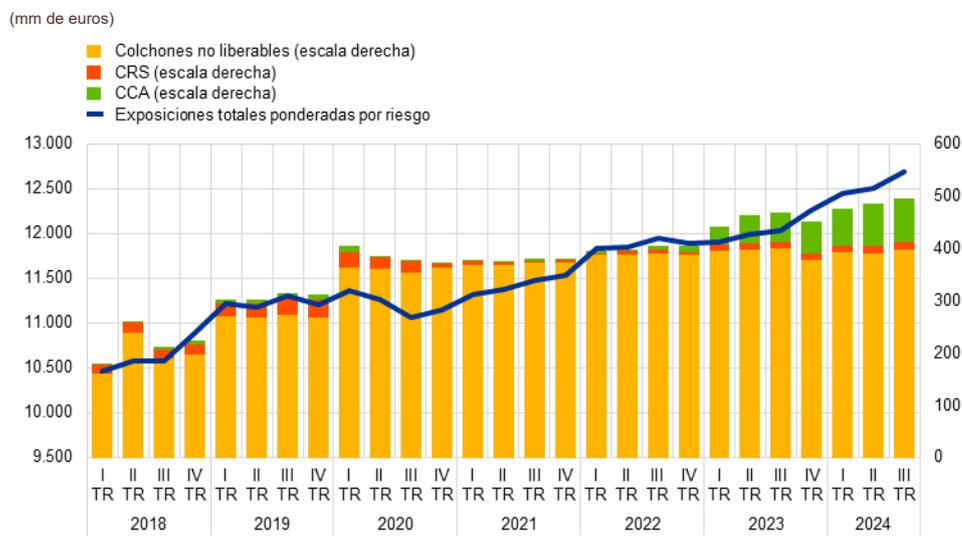
Fuente: JERS.

Notas: «CCA» corresponde al colchón de capital anticíclico y hace referencia al porcentaje vigente en la fecha de referencia. «PPN» es el objetivo de porcentaje positivo neutral. El gráfico muestra los porcentajes de CCA vigentes al final del primer trimestre de 2024 y el mismo trimestre de 2025, así como los objetivos de PPN. Chipre e Islandia han fijado un objetivo de PPN mínimo del 0,5 % y del 2 %, respectivamente. Dinamarca y Noruega no han establecido objetivos de PPN, pero han adoptado un enfoque «temprano y gradual» para la fijación de su CCA y se incluyen entre los 17 países que han adoptado un enfoque positivo neutral.

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

Gráfico 10

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



Fuente: ECB statistical data warehouse.

Notas: Los colchones no liberables incluyen los siguientes elementos de la estructura de capital macroprudencial: el colchón de conservación del capital y el mayor entre el colchón para OEIS y el colchón para EISM. Entre el tercer trimestre de 2022 y el tercer trimestre de 2024, los importes de capital mantenidos como CCA aumentaron en 76,4 mm de euros (mostrado en el gráfico con el aumento de las partes marcadas en verde). «CRS» corresponde al colchón contra riesgos sistémicos.

Las normas de capital de la UE para las entidades de crédito también permiten que las autoridades fijen porcentajes de CCA más altos para las exposiciones frente a terceros países. Dado el número tan elevado de terceros países a los que se podría aplicar esta medida, la JERS, el BCE y los Estados miembros de la UE comparten la responsabilidad de esta tarea y se centran en identificar y hacer un seguimiento únicamente de los países frente a los que el sistema bancario del EEE en su conjunto, o cualquier país del EEE, tiene exposiciones materiales. Para implantar un enfoque coherente en toda la UE, la JERS explicó los detalles de su enfoque en la Recomendación JERS/2015/1⁴³ y en la Decisión JERS/2015/3⁴⁴. En concreto, la JERS establece una lista de terceros países que son materiales para el sistema bancario del conjunto del EEE y realiza un seguimiento de la evolución de esos países. Desde 2020, la muestra identificada —las entidades cuyas exposiciones frente a terceros países se tienen en cuenta— se ha ampliado para incluir todo el EEE, no solo la UE⁴⁵.

⁴³ Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre el reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico para exposiciones frente a terceros países (JERS/2015/1) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 1).

⁴⁴ Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de diciembre de 2015, sobre la determinación de la importancia de terceros países para el sistema bancario de la Unión en cuanto al reconocimiento y la fijación de porcentajes del colchón anticíclico (JERS/2015/3) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 23).

⁴⁵ La definición de tercer país en la Decisión JERS/2015/3 (es decir, cualquiera que no forme parte del EEE), junto con el hecho de que las herramientas macroprudenciales de la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC) y del Reglamento de Requerimientos de Capital (RRC) son aplicables en Islandia, Liechtenstein y Noruega desde el 1 de enero de 2020, hizo necesario incluir a todos los países del EEE en la muestra identificada. Véase la Decisión del Comité Mixto del EEE n.º 79/2019, de 29 de marzo de 2019, por la que se modifica el anexo IX (Servicios financieros) del Acuerdo EEE [2019/2133] (DO L 321 de 12.12.2019, p.170).

Durante el período analizado, la JERS revisó la lista de terceros países materiales que había elaborado en 2021 para el conjunto del EEE y no la modificó. Por tanto, la lista de terceros países materiales publicada en 2022 incluye a Brasil, China, Estados Unidos, Hong Kong, México, Reino Unido, Rusia, Singapur, Suiza y Turquía. En consonancia con la Recomendación JERS/2015/1, los países del EEE identificaron terceros países que eran materiales desde la perspectiva de sus sistemas bancarios nacionales y **revisaron sus listas en 2024** basándose en sus respectivas metodologías. Durante el período analizado, la JERS no recomendó fijar porcentajes de CCA más elevados para las exposiciones de las entidades de crédito del EEE frente a terceros países y ningún país del EEE lo hizo por iniciativa propia.

3.3 Colchón contra riesgos sistémicos

La República Checa activó un CRS en respuesta al aumento de los riesgos sistémicos. Este país decidió fijar un porcentaje general de CRS del 0,5 % para todas las entidades autorizadas en el país. La decisión obedeció principalmente a la apertura de la economía checa, a la elevada concentración del comercio exterior, a la fuerte concentración de la producción y del empleo, a los costes potenciales de la transición a una economía climáticamente neutra y al aumento del ciberriesgo. Estos riesgos se amplifican por las tensiones geopolíticas continuadas y la creciente incertidumbre en torno a la evolución económica futura de otros países, especialmente sus socios comerciales principales.

En Italia se introdujo un nuevo CRS para las exposiciones domésticas al riesgo de crédito y de contraparte. La activación de un CRS del 1 % tenía como objetivo seguir aumentando la resiliencia del sistema bancario italiano frente a perturbaciones y reforzar la capacidad de los bancos para absorber posibles pérdidas y continuar financiando a las empresas y los hogares del país. Esto se lograría gradualmente constituyendo una reserva del 0,5 % antes del 31 de diciembre de 2024 y del 0,5 % restante antes del 30 de junio de 2025. La decisión de activar el CRS se basó en el hecho de que la economía real de Italia es muy dependiente de la financiación bancaria. Por tanto, se consideró que era fundamental preservar la capacidad del sistema bancario para dar apoyo a los hogares y las empresas en caso de perturbaciones adversas, incluidas las originadas fuera del sistema financiero —como pandemias o guerras—, con el fin de reducir la probabilidad de disrupciones graves.

En Dinamarca se introdujo un nuevo CRS sectorial para todos los tipos de exposiciones a empresas inmobiliarias. Se tomó la decisión de activar un CRS sectorial del 7 % para las exposiciones en Dinamarca frente a sociedades no financieras dedicadas a actividades inmobiliarias y al desarrollo de proyectos de edificación. Las exposiciones con una ratio LTV de entre el 0 % y el 15 % se excluyen de las exposiciones a las que se aplica el porcentaje de CRS ajustado. La decisión de activar el colchón se basó en el significativo incremento de la proporción de crédito concedido por las entidades de crédito danesas a empresas inmobiliarias y en las condiciones macroeconómicas actuales que han acrecentado la posibilidad de materialización de los riesgos relacionados con empresas de este sector.

En cambio, Alemania e Islandia redujeron sus porcentajes de CRS existentes aplicables a todas las entidades. Alemania anunció su intención de rebajar el CRS sectorial aplicable actualmente del 2 % al 1 %. Según la autoridad alemana, el motivo es la estabilización observada en el mercado de la vivienda alemán. El colchón es aplicable a todas las exposiciones garantizadas por inmuebles residenciales. El porcentaje reducido será aplicable a partir de mayo de 2025. En Islandia, a pesar de los riesgos de mayor sensibilidad a la evolución de la economía mundial y de frecuentes fluctuaciones económicas extremas, con el consiguiente aumento del riesgo de crédito para los bancos, la autoridad macroprudencial islandesa decidió reducir su porcentaje de CRS del 3 % al 2 %, tras considerar que otros riesgos habían disminuido. La evaluación de riesgos en la que se basó este ajuste puso de relieve que las fluctuaciones económicas se habían moderado en los últimos años en Islandia. Además, la posición de inversión internacional neta del país, que ha sido negativa históricamente, ahora es positiva, lo que permite acumular considerables reservas de divisas. Se consideró que este hecho había reforzado la capacidad de resistencia de la economía frente a perturbaciones externas. El porcentaje de colchón reducido entró en vigor el 5 de diciembre de 2024.

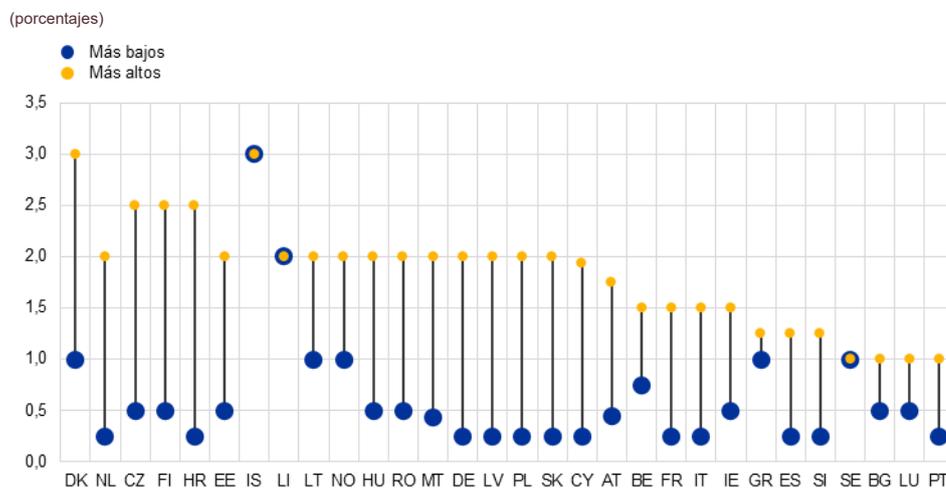
3.4 Colchones para entidades de importancia sistémica (OEIS y EISM)

Con efectos desde el 1 de enero de 2025, en el EEE se habían identificado 185 OEIS, dos más que el año anterior. Los porcentajes más altos del colchón para OEIS aplicados a las entidades individuales de cada país del EEE oscilaron entre el 1 % y el 3 % (gráfico 11). La heterogeneidad observada desde hace tiempo en la fijación del porcentaje de colchón para OEIS se mantuvo (es decir, las autoridades de los distintos países aplicaron porcentajes de colchón diferentes a entidades de crédito con puntuaciones de importancia sistémica similares). Como había indicado la JERS anteriormente⁴⁶, esta heterogeneidad no se explica en su totalidad por las características económicas o del sector financiero, como el tamaño del sector bancario en relación con el PIB o las posiciones de los Estados miembros en el ciclo financiero.

⁴⁶ «Review of the EU Macroprudential Framework for the Banking Sector: Response to the call for advice», Junta Europea de Riesgo Sistémico, marzo de 2022, p. 32.

Gráfico 11

Porcentajes de colchón para OEIS más altos y más bajos, por país, a marzo de 2025



Fuente: JERS.

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

En cuatro países del EEE se identificaron un total de siete EISM para 2024. De conformidad con la lista de entidades de importancia sistémica mundial (EISM) publicada en noviembre de 2024 por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), se identificaron cuatro EISM en Francia, y una en Alemania, otra en Países Bajos y otra en España. Este número es el mismo que en el año anterior. A cuatro de los siete grupos bancarios se les asignó un porcentaje de colchón para EISM del 1 %, y a los otros tres del 1,5 %. Con la excepción de un grupo bancario, cuyo porcentaje se incrementó con respecto al año precedente, no se modificaron los porcentajes aplicados a las EISM identificadas previamente.

3.5 Medidas de ponderación de riesgo

En el conjunto del período analizado, un país miembro de la JERS aplicó una nueva medida de ponderación de riesgo para las exposiciones al sector inmobiliario comercial, dos prorrogaron las medidas existentes para las exposiciones a inmuebles comerciales o residenciales, mientras que otras tres eliminaron las ponderaciones de riesgo más estrictas. Algunas de estas medidas se implementaron con arreglo al artículo 458 del RRC⁴⁷. Las autoridades nacionales consideraron que el riesgo sistémico relacionado con estas medidas no podía abordarse con otras herramientas macroprudenciales. En algunos otros casos, se modificaron las ponderaciones de riesgo o continuaron aplicándose las medidas existentes al respecto de conformidad con el artículo 124 del RRC.

⁴⁷ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (DO L 176 de 27.6.2013, p. 1).

Noruega aplicó una medida nacional de ponderación de riesgo para hacer frente a los riesgos crecientes en el sector inmobiliario comercial. De

conformidad con el artículo 124 del RRC, se ha aplicado una ponderación de riesgo del 100 % a las exposiciones garantizadas por inmuebles comerciales y del 75 % a las exposiciones garantizadas por inmuebles comerciales que cumplen los requisitos para su inclusión en la categoría de exposiciones minoristas⁴⁸. Las exposiciones garantizadas mediante bienes inmuebles agrícolas, que no se consideran inmuebles residenciales, están sujetas a la ponderación de riesgo establecida en el artículo 126, apartado 1, del RRC. La JERS considera que la medida no conlleva efectos adversos desproporcionados sobre la estabilidad financiera de Noruega o de la UE y tampoco espera que suponga o cree un obstáculo para el adecuado funcionamiento del mercado interno. El hecho de excluir las exposiciones a inmuebles comerciales agrícolas de la medida se justifica por las características de riesgo más favorables de este subsector y no tendrá un impacto significativo en la eficacia de la medida.

Los Países Bajos y Noruega prorrogaron la aplicación de las medidas nacionales más estrictas vigentes implementadas con arreglo al artículo 458 del RRC. En Noruega, la medida más estricta contemplaba un nivel mínimo de

ponderación de riesgo del 35 % para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario comercial. La prórroga se aplicó debido a la persistencia de riesgos sistémicos derivados del elevado nivel de deuda y de la caída de los precios de los inmuebles comerciales, y está previsto que continúe durante un mínimo de dos años a partir del 31 de diciembre de 2024. Noruega también amplió la aplicación del nivel mínimo de ponderación de riesgo del 20 % para afrontar las burbujas de activos en el sector inmobiliario residencial hasta junio de 2025. Como el aumento resultante de las ponderaciones de riesgo fue inferior al 25 %, la JERS no tuvo que emitir un dictamen, de conformidad con el artículo 458, apartado 10, del RRC. El procedimiento de reciprocidad de estas medidas se abordará en el período analizado en el próximo Informe Anual. En los Países Bajos, la medida nacional más estricta se refería a ponderaciones de riesgo para hacer frente a las burbujas de activos en el sector inmobiliario residencial. La medida introdujo un nivel mínimo de ponderación media de riesgo para el cálculo de los requerimientos de capital regulatorio aplicable a las exposiciones frente a personas físicas garantizadas por hipotecas sobre inmuebles residenciales situados en los Países Bajos. El requerimiento más estricto existente se aplica a las entidades de crédito que utilizan el método basado en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés) para calcular sus requerimientos de capital regulatorio. Los préstamos garantizados total o parcialmente por el sistema nacional neerlandés de garantía hipotecaria están exentos de la medida. La JERS considera que la intensidad del riesgo macroprudencial o sistémico derivado de estas exposiciones sigue planteando un riesgo para la estabilidad financiera del país. Por tanto, convino en que la medida debía prorrogarse.

⁴⁸ Las modificaciones introducidas en el RRC III afectan a las ponderaciones de riesgo de las exposiciones al sector inmobiliario comercial con arreglo al método estándar. Dado que el RRC III entró en vigor en Noruega el 1 de abril de 2025, estos cambios caen fuera del período de referencia de este informe.

Croacia, Letonia y Polonia eliminaron las ponderaciones de riesgo más estrictas para las exposiciones garantizadas por bienes inmuebles. Polonia eliminó sus ponderaciones de riesgo más altas para las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre bienes inmuebles. La supresión de esta medida dará lugar a la aplicación de las ponderaciones de riesgo estándar especificadas en el RRC. Por tanto, no fue necesario un dictamen de la JERS. Letonia retiró sus ponderaciones de riesgo más altas (80 %) para las exposiciones garantizadas íntegramente por hipotecas sobre inmuebles comerciales registrados en el Estado miembro, como consecuencia de la aplicación del RRC III. La medida entró en vigor el 1 de enero de 2025. Croacia, tras la entrada en vigor del RRC III, revisó la discrecionalidad otorgada en el artículo 124 del RRC, en el que se establecían criterios más estrictos para las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre inmuebles residenciales (ponderación de riesgo del 35 %) y una ponderación de riesgo más elevada, del 100 %, para las exposiciones garantizadas por hipotecas sobre inmuebles comerciales. Como consecuencia de la revisión, Croacia decidió eliminar dos de los cuatro criterios más estrictos aplicados anteriormente para las exposiciones a inmuebles residenciales con el fin de ajustarse a la definición actualizada de «inmueble residencial», y revertir la aplicación del requerimiento de una ponderación de riesgo más alta para las exposiciones al sector inmobiliario comercial. No se remitió una notificación formal a la JERS de este cambio, dado que las ponderaciones de riesgo resultantes están en consonancia con las ponderaciones de riesgo por defecto del RRC. Estas modificaciones son aplicables a partir del 1 de enero de 2025.

3.6 Medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios

Varios países han ajustado sus medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) en un entorno de vulnerabilidades crecientes o ya elevadas en el mercado inmobiliario. Las autoridades nacionales de seis países del EEE adoptaron diversas medidas, incluida la introducción y la modificación de medidas relativas a los ratios LTV y DSTI y a los plazos de los préstamos. En concreto, dos países introdujeron BBM, algunos países relajaron los requerimientos de manera general o para un grupo específico de prestatarios, mientras que en otros casos se simplificaron o se aplicaron cambios en los métodos de cálculo de las BBM existentes.

Bulgaria y Croacia introdujeron nuevas BBM relativas a los indicadores de crédito a hogares y a los criterios de aprobación de préstamos a este sector garantizados por inmuebles residenciales. El análisis periódico llevado a cabo por las autoridades búlgaras puso de relieve que la actividad crediticia en el sector de inmuebles residenciales continúa siendo elevada y el crecimiento del crédito volvió a acelerarse en el segundo trimestre de 2024. La evaluación mostró que algunos indicadores, como el crecimiento del crédito, el endeudamiento, el avance del precio de la vivienda y la sobrevaloración, así como el tamaño medio de los préstamos, han pasado a una categoría de riesgo más alto, lo que apunta a una

posible acumulación de riesgos a medio plazo para el sistema bancario. Para abordar estos riesgos, se aplicaron restricciones a la ratio LTV en el momento de concesión del préstamo de hasta el 85 % y a la ratio DSTI en el momento de concesión de la operación de hasta el 50 % y un límite de 30 años al plazo de los préstamos para adquisición de vivienda. Las entidades de crédito pueden desviarse de los requerimientos anteriores con un volumen total aprobado o renegociado durante el trimestre en curso de hasta el 5 % del importe total bruto de los préstamos para vivienda nuevos o renegociados durante el trimestre precedente. Croacia introdujo un conjunto de BBM, incluidos límites a las ratios LTV y DSTI y a los plazos, según las cuales se permiten exenciones hasta una determinada proporción del nuevo crédito, y los límites y las exenciones se diferencian por tipo de préstamo. Específicamente, Croacia introdujo un límite a la ratio DSTI del 45 % para los préstamos para vivienda, pudiendo superar este límite hasta un 20 % de los nuevos préstamos (de estas exenciones, al menos el 75 % deben concederse a consumidores que adquieren su vivienda principal), y del 40 % para los préstamos destinados a otros fines, pudiendo superar este límite hasta un 10 % de los nuevos préstamos. También introdujo un límite a la LTV del 90 %, pudiendo superar este límite hasta un 20 % de los nuevos préstamos. De estas exenciones, al menos el 75 % de los préstamos deben concederse a consumidores que adquieren su vivienda principal. Además, incorporó un límite de 30 años al plazo de los préstamos para vivienda y para otros fines garantizados por inmuebles, y de diez años para el resto de los préstamos para otros fines. Varias exclusiones son aplicables a las BBM anteriores.

Hungría y Noruega relajaron sus límites vigentes a la LTV, para prestatarios específicos en el caso de Hungría. Este país incrementó el límite a la LTV del 80 % al 90 % para los préstamos «verdes» a los que se aplica un tipo de interés fijo durante al menos diez años y que cumplan las condiciones establecidas para las garantías y préstamos verdes (es decir, préstamos para la adquisición y construcción de pisos energéticamente eficientes, así como reformas que aumenten la eficiencia energética). La medida se aplica solo a los préstamos hipotecarios denominados en forintos. Con la excepción de los prestatarios que solicitan por primera vez financiación, cuyo límite a la ratio LTV es también del 90 %, para los demás prestatarios el límite a la LTV continúa siendo del 80 %. En Noruega, la ratio LTV máxima para las hipotecas se elevó del 85 % al 90 %. Al mismo tiempo, se modificó otra BBM, como se describe a continuación.

Por lo que respecta a las BBM relacionadas con la renta de los prestatarios y su capacidad para atender el pago de la deuda, Hungría relajó sus límites vigentes a la DSTI para prestatarios concretos, mientras que Noruega y Estonia introdujeron algunos cambios en los métodos de cálculo y de las pruebas de resistencia. En Hungría, el límite a la DSTI se incrementó hasta el 60 % para los préstamos hipotecarios «verdes» en forintos, a los que se aplica un tipo de interés fijo durante al menos diez años, y para los préstamos al consumo que cumplan determinadas condiciones relativas a las garantías y los préstamos verdes, con efectos a partir de enero de 2025. Noruega modificó su requerimiento relativo a la capacidad para atender el pago de la deuda con el fin de permitir que los prestamistas tengan en cuenta el menor riesgo derivado de los préstamos a tipo fijo.

A la hora de evaluar la capacidad de un cliente para hacer frente al pago de su deuda, se realiza una prueba de resistencia frente a un aumento de los tipos de interés; los prestamistas deben asegurarse de que el cliente disponga de fondos suficientes para cubrir los gastos recurrentes tras una subida de los tipos de interés de 3 puntos porcentuales. El cliente debe ser capaz de cubrir, como mínimo, los gastos recurrentes si el tipo de interés es del 7 %. En el caso de un préstamo a tipo de interés fijo, la prueba de resistencia se aplica a la deuda pendiente en función del plan de pagos contemplado al alcanzarse el final del período de tipo fijo, teniendo en cuenta el crecimiento esperado de la renta y de los costes. En Estonia, si bien el límite a la DSTI del 50 % no se modificó, el método de cálculo de su ratio DSTI obligatoria sí varió. En particular, para el cálculo de las amortizaciones de préstamos debe utilizarse el tipo de interés fijado en el contrato o el 6 %, el que sea más alto. Anteriormente, o bien se añadía un 2 % al tipo de interés medio de los préstamos o se aplicaba un 6 %, el que fuera más elevado. Por tanto, se ha eliminado el recargo.

Durante el período analizado, Austria modificó el régimen jurídico de sus BBM de vinculantes a no vinculantes y adoptó dos decisiones sobre estas medidas.

En primer lugar, introdujo un cambio en las excepciones contempladas para sus BBM vigentes en el mercado inmobiliario residencial, en particular, para los ratios DSTI, los ratios LTV y los límites a los plazos de los préstamos, aplicable a partir de julio de 2024. Las cuatro excepciones diferentes contempladas para las BBM que se basaban en ratios específicas se han fusionado en una única excepción específica a nivel de entidad aplicable al 20 % de la nueva financiación concedida. Esto simplifica la administración de las excepciones a las BBM aplicadas actualmente. Además, separadamente, estas medidas cambiaron de vinculantes a no vinculantes con efectos a partir de julio de 2025.

3.7 Otras medidas

Hungría modificó el alcance institucional de tres normas macroprudenciales sobre financiación cambiando los límites de *minimis* existentes, con el fin de reducir la carga por cumplimiento normativo y las dificultades regulatorias de los bancos y las entidades de menor tamaño. Las modificaciones no abordan riesgos macroprudenciales específicos, sino que tienen la finalidad de facilitar el cumplimiento de las entidades o grupos bancarios que no son significativos con la exención de las entidades que no son importantes individualmente a nivel de riesgo sistémico. Los cambios son los siguientes: i) introducción de un límite de *minimis* de 100 mm de forintos al total del balance para la ratio de adecuación de financiación en moneda extranjera; ii) introducción de un límite de *minimis* de 100 mm de forintos al total del balance para la ratio de cobertura de divisas, y iii) un aumento del límite de *minimis* de 30 mm de forintos a 100 mm de forintos al total del balance para la ratio de financiación interbancaria. A partir del 1 de octubre de 2024, únicamente los bancos, incluidas sucursales y grupos bancarios con un total del balance superior a 100 mm de forintos, estarán obligados a cumplir estas normas.

Por lo que respecta a las medidas dirigidas a hacer frente a los riesgos de financiación de las entidades de crédito, Hungría modificó su Reglamento

sobre la ratio de adecuación de la financiación hipotecaria (MFAR, por sus siglas en inglés), destinado a reducir los desfases de vencimiento de las entidades. Conforme a la modificación anterior del Reglamento MFAR que entró en vigor el 1 de julio de 2022, se aceptaban los bonos hipotecarios y los préstamos de refinanciación denominados en moneda extranjera, pero, a partir del 1 de octubre de 2023, los nuevos fondos en moneda extranjera solo podían emplearse para financiar hipotecas energéticamente eficientes. Sin embargo, las autoridades macroprudenciales decidieron que era necesario más tiempo de preparación para cumplir esta exigencia y, por tanto, aplazaron el requisito verde, inicialmente por un período de un año, hasta el 1 de octubre de 2024, y tras la modificación actual, por un período indefinido a partir del 1 de octubre de 2024.

Fuera del sector bancario, el 29 de abril de 2024, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) de Luxemburgo y el Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland anunciaron que introducirían límites al apalancamiento con arreglo al artículo 25, apartado 3, de la Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos o GFIA. Las medidas fueron diseñadas conjuntamente por las dos autoridades nacionales competentes (ANC). De conformidad con el artículo 25, apartado 3, las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA deben informar a la JERS, entre otras autoridades, antes de imponer límites al apalancamiento. La JERS recibió esta notificación en el período de referencia anterior, y las medidas también se describieron en el Informe Anual de 2023 de la JERS. Se aplican a los gestores de fondos de inversión alternativos denominados en libras esterlinas que aplican estrategias de inversión basadas en el pasivo (LDI, por sus siglas en inglés). Se espera que esos gestores mantengan un «colchón de rendimientos» suficiente que permita a sus fondos resistir un aumento de los rendimientos de la deuda pública del Reino Unido de 300 puntos básicos antes de que el valor liquidativo pase a ser negativo. Al establecer este colchón, las ANC han limitado el apalancamiento que puede utilizar un fondo, que depende de su duración. Esto se debe a que el importe y la duración de las exposiciones de un fondo determinan el valor liquidativo mínimo que el fondo necesitaría *ex ante* para que este valor siga siendo positivo si los rendimientos se incrementasen en 300 puntos básicos.

3.8 Reciprocidad

El objetivo de la reciprocidad es asegurar que la misma medida macroprudencial se aplique a todas las entidades financieras en la UE que están expuestas al riesgo que aborda la medida en cuestión, con independencia de dónde estén situadas. Las medidas macroprudenciales adoptadas en un Estado miembro suelen aplicarse únicamente a las entidades financieras con domicilio en ese Estado miembro. Por tanto, en general, no se aplican a las exposiciones que tienen las entidades financieras autorizadas en otros Estados miembros. La reciprocidad se produce cuando la autoridad pertinente del Estado miembro que opta por la reciprocidad aplica una medida macroprudencial que es igual o equivalente a la medida del Estado miembro que la activó. Así pues,

la reciprocidad es un instrumento de política macroprudencial que garantiza que estas medidas, u otras equivalentes, se apliquen también a las entidades domiciliadas en otro Estado miembro para las exposiciones pertinentes ubicadas en el Estado miembro que las activó, que, en ausencia de este instrumento, no estarían cubiertas. La aplicación recíproca de medidas macroprudenciales aumenta la eficacia y la coherencia de la política macroprudencial en la UE y contribuye a asegurar la igualdad de condiciones en el mercado único. A finales de 2015, la JERS estableció un **marco de reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial**⁴⁹. En dicho marco se sientan las bases de un enfoque coordinado para la reciprocidad de esas medidas macroprudenciales, dado que la legislación de la UE no contempla su reconocimiento obligatorio. Este proceso de reciprocidad se inicia por medio de una solicitud formal que la autoridad que activó la medida inicial presenta a la JERS. Si se considera justificado, la JERS emitirá una recomendación para la aplicación recíproca de la medida.

Durante el período analizado, la JERS comenzó a especificar en sus recomendaciones sobre la aplicación recíproca de medidas nacionales específicas si los Estados miembros deberían reconocer la medida macroprudencial de otro Estado miembro a nivel individual, subconsolidado o consolidado, recomendando la reciprocidad a todos los niveles como principio general. Las desviaciones con respecto a este principio son posibles cuando hay razones válidas, por ejemplo, cuando un riesgo que aborda la medida ya está cubierto adecuadamente por otras medidas aplicables a un grupo en el país que aplica la reciprocidad. El objetivo es asegurar que el capital adicional mantenido por una parte de un grupo bancario para abordar el aumento de los riesgos macroprudenciales no pueda utilizarse para cumplir otros requerimientos dentro del grupo. Si un grupo bancario, a través de una de sus entidades, está expuesto a mayores riesgos macroprudenciales, el grupo en su conjunto debería mantener más capital. Esto es esencial para lograr el nivel deseado de resiliencia macroprudencial. La aplicación de todos los requerimientos macroprudenciales en base consolidada también preserva la igualdad de condiciones. Permitir que los grupos bancarios utilicen requerimientos macroprudenciales adicionales de capital para cumplir los requerimientos de capital en otras entidades del grupo (*double gearing*) les proporciona una ventaja sobre los competidores que no tienen esas posibilidades para «ahorrar» capital.

Conforme a su marco de reciprocidad, la JERS recomendó la aplicación recíproca de la nueva medida de CRS activada en Italia. El 12 de marzo de 2024, este país notificó a la JERS su solicitud de reciprocidad con respecto a un CRS sectorial. Como se indica en la sección 3.3, el objetivo de esta medida es reforzar la capacidad de resistencia del sistema bancario italiano frente a perturbaciones y

⁴⁹ El marco de reciprocidad se describe en los siguientes documentos: i) Recomendación JERS/2015/2 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (DO C 97 de 12.3.2016, p. 9); ii) artículo 5 de la Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 16 de diciembre de 2015, sobre la coordinación de la notificación de las medidas nacionales de política macroprudencial por las autoridades pertinentes y la emisión de dictámenes y recomendaciones por la JERS y por la que se deroga la Decisión JERS/2014/2 (JERS/2015/4) (DO C 97 de 12.3.2016, p. 28), y iii) capítulo 11 («Cross-border effects of macroprudential policy and reciprocity») del manual titulado *The ESRB Handbook on operationalising macroprudential policy in the banking sector*.

mejorar la capacidad de las entidades de crédito para absorber posibles pérdidas y seguir financiando a las empresas y los hogares italianos. La JERS recomendó la aplicación recíproca de la medida a nivel individual y consolidado, con un umbral de materialidad específico por entidad de 25 mm de euros.

La JERS también recomendó la aplicación recíproca de una nueva medida de CRS sectorial introducida en Dinamarca. Como se describe en la sección 3.3, la activación del CRS sectorial del 7 % se explica por el significativo incremento de la proporción de crédito concedido por las entidades de crédito danesas a empresas inmobiliarias. Para impedir que se materialicen los efectos transfronterizos negativos, en forma de fugas y arbitraje regulatorio, que podrían derivarse de la aplicación de la medida de política macroprudencial que entrará en vigor en Dinamarca, la JERS recomendó la reciprocidad de la medida a nivel individual y consolidado, con un umbral de materialidad máximo específico por entidad de 200 millones de euros.

La JERS también continuó recomendando la aplicación recíproca de las medidas de CRS sectorial establecidas en Bélgica. La medida se refiere a un CRS sectorial del 6 % para las exposiciones minoristas IRB garantizadas por inmuebles residenciales situados en Bélgica. La JERS decidió seguir recomendando la aplicación recíproca de la medida y recomendar la reciprocidad de la medida a nivel consolidado, subconsolidado e individual. El objetivo es impedir que se materialicen los efectos transfronterizos negativos, en forma de fugas y arbitraje regulatorio, que podrían derivarse de la implementación de la medida de política macroprudencial aplicada en Bélgica, así como preservar la igualdad de condiciones entre las entidades de crédito del EEE.

Por último, la JERS continuó recomendando la aplicación recíproca de la medida de CRS que ha sido prorrogada por otros dos años en Noruega. La medida incluye un CRS del 4,5 % para todas las exposiciones ubicadas en Noruega. El umbral de materialidad para la aplicación recíproca del CRS se mantuvo en un importe de exposiciones ponderadas de riesgo de 5 mm de coronas noruegas. La JERS recomendó la reciprocidad de la medida a nivel consolidado, subconsolidado e individual.

4 Marco institucional: aplicación y rendición de cuentas

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

4.1 Evaluación del cumplimiento de las recomendaciones de la JERS

Los avisos y las recomendaciones son las principales herramientas que utiliza la JERS para cumplir su mandato de prevenir y mitigar los riesgos para la estabilidad financiera. Las recomendaciones de la JERS contienen indicaciones para la adopción de medidas correctoras y fijan los plazos para su aplicación por los destinatarios. Las recomendaciones no son legalmente vinculantes, pero están sujetas al mecanismo de «cumplir o explicar» conforme al artículo 17 del Reglamento de la JERS⁵⁰. Por tanto, los destinatarios de las recomendaciones —es decir, la UE en su conjunto, los Estados miembros, las Autoridades Europeas de Supervisión (AES), las autoridades nacionales, las autoridades designadas, las autoridades de resolución, el BCE (en su calidad de autoridad supervisora bancaria), la Junta Única de Resolución y la Comisión Europea— están obligados a comunicar a la JERS, al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión las medidas que han adoptado para cumplir una recomendación o, en caso de inacción, a justificar adecuadamente el motivo.

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

⁵⁰ Reglamento (UE) n.º 1092/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DO L 331 de 15.12.2010, p. 1).

por la Junta General y se publican en el sitio web de la JERS en forma de anexo debajo de las recomendaciones correspondientes⁵¹.

Durante el período analizado se observó un alto grado de cumplimiento de las recomendaciones de la JERS evaluadas. Concretamente, entre abril de 2024 y marzo de 2025, los equipos de evaluación llevaron a cabo siete evaluaciones del cumplimiento de recomendaciones de la JERS⁵². En la mayoría de los casos se determinó que los destinatarios habían cumplido íntegramente la recomendación (*fully compliant*) o habían cumplido la mayor parte de la recomendación (*largely compliant*). Únicamente en el caso de una recomendación se detectó un incumplimiento sustancial (*materially non-compliant*) por parte del destinatario.

El informe de cumplimiento de la Recomendación JERS/2021/17 sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes muestra que el grado de cumplimiento fue elevado y que los destinatarios de la recomendación reconocían la importancia de dar una respuesta eficaz coordinada a escala de la UE en caso de producirse un ciberincidente transfronterizo grave o una amenaza conexa que pueda tener un impacto sistémico en su sector financiero. Se cumplió íntegramente la subrecomendación A(1) en la que se recomendaba que las AES, junto con el BCE, la JERS y las autoridades nacionales pertinentes, comenzaran a prepararse para el desarrollo gradual de una respuesta coordinada eficaz a escala de la UE, lo que conlleva el desarrollo progresivo de un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos (el marco «EU-SCICF»). En cuanto a la Recomendación B, relativa al establecimiento de puntos de contacto del EU-SCICF, se determinó que la mayoría de los destinatarios (94 %) —es decir, las AES, el BCE y los Estados miembros— la habían cumplido íntegramente (*fully compliant*). En dos casos se consideró que los destinatarios la habían cumplido en su mayor parte (*largely compliant*). No se inició ningún proceso formal de evaluación de la Recomendación C, dirigida a la Comisión

⁵¹ Véase [Recomendaciones de las JERS](#).

⁵² En concreto, en relación con:

- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes (JERS/2021/17) (DO C 134, 25.3.2022, pp. 1-10);
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en Alemania (JERS/2021/10) (DO C 122 de 17.3.2022, pp. 1-8);
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en Austria (JERS/2021/11) (DO C 122 de 17.3.2022, pp. 9-14);
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 18 de junio de 2014, para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas (JERS/2014/1) (DO C 293 de 2.9.2014, pp. 1-10).
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 15 de diciembre de 2015, sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2015/2) (DO C 97 de 12.3.2016, pp. 9-14).
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 31 de octubre de 2016, sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (JERS/2016/14) (DO C 31 de 31.1.2017, pp. 1-42).
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 1 de diciembre de 2022, sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9) (DO C 39 de 1.2.2023, pp. 1-14).
- Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 2 de diciembre de 2021, sobre la reforma de los fondos del mercado monetario (JERS/2021/9) (DO C 129 de 22.3.2022, pp. 1-10).

Las recomendaciones y los informes de cumplimiento pueden consultarse en el sitio web de la JERS.

Europea y referente a la adopción de medidas adecuadas a escala de la UE, dado que el informe correspondiente se facilitó solo a efectos informativos.

El informe de cumplimiento de las recomendaciones específicas por país sobre las vulnerabilidades a medio plazo del sector inmobiliario residencial en Alemania (JERS/2021/10) y en Austria (JERS/2021/11) muestra, en general, un grado de cumplimiento elevado, dado que se determinó que, en términos globales, ambos destinatarios —es decir, Alemania y Austria— habían cumplido íntegramente (*fully compliant*) las respectivas recomendaciones. Aunque tres de las seis subrecomendaciones no se implementaron, se consideró que las justificaciones aportadas eran adecuadas y suficientes, y que las mencionadas subrecomendaciones no implementadas no eran tan importantes como para cambiar la calificación global asignada.

El informe de cumplimiento de la Recomendación JERS/2014/1 para orientar en la fijación de porcentajes de reservas anticíclicas refleja que el nivel general de cumplimiento de la Recomendación en el período transcurrido desde la evaluación anterior, realizada en 2017, y la actual seguía siendo elevado. Se consideró que todos los destinatarios —es decir, las autoridades nacionales designadas— habían cumplido íntegramente la recomendación (*fully compliant*) o la habían cumplido en su mayor parte (*largely compliant*). El nivel general de cumplimiento de la mayoría de los destinatarios no varió con respecto a la evaluación anterior. No obstante, el número de destinatarios respecto de los que se concluyó que habían cumplido la recomendación en su mayor parte (*largely compliant*) aumentó de dos a tres, debido a ciertas deficiencias en el cumplimiento de la Recomendación B —relativa a la metodología aplicada por las autoridades designadas en la medición y el cálculo de la brecha de crédito-PIB, del porcentaje del colchón de referencia y de la pauta de colchón— y en el de la Recomendación C —sobre las variables utilizadas por estas autoridades para fijar un porcentaje de CCA en períodos de acumulación de riesgos sistémicos—. En el caso de un país que no había sido evaluado previamente, se determinó que había cumplido la recomendación en su mayor parte (*largely compliant*). Como en la evaluación anterior, en la llevada a cabo este año se incluyó al BCE-MUS entre los destinatarios de la recomendación, en consonancia con su mandato macroprudencial, según lo establecido en el artículo 5 del Reglamento del MUS⁵³. La evaluación global del BCE fue positiva, dado que se consideró que había cumplido íntegramente (*fully compliant*) la Recomendación A, en la que se establecen los principios rectores que deben observar las autoridades designadas al evaluar y fijar los porcentajes de CCA, así como las Recomendaciones B y la C, y que la Recomendación D, relativa a las variables utilizadas por las autoridades designadas para mantener, reducir o liberar totalmente sus CCA, no era aplicable.

El informe de cumplimiento de la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial muestra que esta Recomendación había sido aplicada íntegramente por la mayoría de los destinatarios —las autoridades a las

⁵³ Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito (DO L 287/63 de 29.10.2013, p. 1).

que se ha encomendado la adopción y/o activación de estas medidas (es decir, las autoridades nacionales designadas, las autoridades nacionales competentes y otros órganos macroprudenciales pertinentes)—. Los resultados de la evaluación apuntan a un grado de cumplimiento elevado de la Recomendación, ya que se consideró que, en términos globales, los 30 países la habían cumplido íntegramente (*fully compliant*). Además, el BCE-MUS fue incluido en esta evaluación, aunque durante el período de referencia no ejerció las facultades macroprudenciales complementarias (*top-up powers*) que le confiere el artículo 5 del Reglamento del MUS. En consecuencia, se determinó que se había explicado suficientemente (*sufficiently explained*).

El informe de evaluación de las recomendaciones de la JERS sobre la eliminación de lagunas de datos sobre bienes inmuebles (JERS/2016/14) y sobre las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo (JERS/2022/9) refleja un alto grado de cumplimiento global de ambas recomendaciones. El destinatario de la Recomendación F (JERS/2016/14) —la Comisión Europea (Eurostat)— mostró un grado elevado de cumplimiento en términos globales. Se determinó que los destinatarios de la Recomendación A (JERS/2022/9) —es decir, las autoridades pertinentes que desempeñan un papel como garantes de la estabilidad financiera, incluidas las autoridades nacionales, el BCE y las AES— la habían cumplido íntegramente (*fully compliant*) o en su mayor parte (*largely compliant*). En particular, los resultados demuestran que en el caso de la subrecomendación A(1), en la que se aborda el seguimiento de las vulnerabilidades de los mercados inmobiliarios comerciales, la mayoría de los destinatarios había cumplido íntegramente (*fully compliant*) los requisitos de contenido. Por lo que se refiere a la subrecomendación A(2), en la que se hace hincapié en la vigilancia con regularidad de los riesgos asociados a estos mercados, se consideró que todos los destinatarios la habían cumplido íntegramente (*fully compliant*), lo que evidencia su compromiso con el seguimiento de dichos riesgos al menos con periodicidad anual, en consonancia con las orientaciones de la JERS. Casi todos los destinatarios de la subrecomendación A(3), relativa a la coordinación y la cooperación en la vigilancia de los riesgos relacionados con los inmuebles comerciales, mostraron una colaboración efectiva con otras autoridades y con la JERS, contribuyendo al intercambio oportuno de información y a los esfuerzos coordinados en el seguimiento de los riesgos.

El informe de cumplimiento de la Recomendación JERS/2021/9 sobre la reforma de los fondos del mercado monetario indica que la Comisión Europea había incumplido sustancialmente (*materially non-compliant*) dicha recomendación. Ello se debió a que tres de las cuatro recomendaciones —A, B y D, en las que se aconsejaba que la Comisión Europea propusiera medidas para reducir los efectos umbral (A), reducir la transformación de liquidez (B) y mejorar el seguimiento y las pruebas de resistencia (D)— no se habían aplicado, y las justificaciones no se consideraron adecuadas, por lo que se estimó que la inacción no se había explicado suficientemente (*insufficiently explained*). En la recomendación C se instaba a que la Comisión Europea propusiera que la legislación pertinente de la UE exija la incorporación de instrumentos de gestión de la liquidez en los documentos necesarios para la constitución de los FMM y en cualquier otra información

precontractual. La Comisión Europea también debía encomendar a la ESMA que estableciera criterios para su inclusión en la legislación pertinente de la UE con el fin de facilitar el uso de tales instrumentos por los gestores de FMM en cualesquiera condiciones de mercado, así como orientaciones sobre esos criterios. Esta recomendación se aplicó y se consideró que se había cumplido en su mayor parte (*largely compliant*). La evaluación del cumplimiento se basó en las actuaciones y recomendaciones de la Comisión hasta el final de 2023, en particular en su informe sobre la idoneidad del Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los FMM desde una perspectiva prudencial y económica, publicado en julio de 2023. En el informe de cumplimiento se señalaba que, con posterioridad a ese período, la Comisión inició una consulta específica para evaluar la adecuación de las políticas macroprudenciales para los intermediarios financieros no bancarios en mayo de 2024. En la consulta se incluía una sección sobre los FMM, así como varias preguntas relacionadas con el contenido de la recomendación, en especial sobre la Recomendación D. No obstante, cuando se realizó la evaluación, la consulta aún no se había materializado en acciones concretas a realizar por parte de la Comisión Europea que pudieran cambiar el resultado de la evaluación del cumplimiento.

También se ha puesto en marcha la segunda evaluación del cumplimiento de la Recomendación JERS/2021/17 sobre un marco paneuropeo de coordinación de ciberincidentes sistémicos para las autoridades pertinentes, que se espera que se finalice y se publique a lo largo de 2025. En ella se aborda la subrecomendación A(1), relativa a un informe final de las AES sobre los trabajos preparatorios para el desarrollo gradual de una respuesta eficaz coordinada a escala de la UE en caso de que se produzca un ciberincidente transfronterizo grave o una amenaza conexa que pueda tener un impacto sistémico en el sector financiero de la UE (marco EU-SCICF).

4.2 Informe del Grupo de trabajo de alto nivel

La Junta General de la JERS había solicitado al Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS⁵⁴ («el Grupo») que contribuyera a la segunda revisión del Reglamento proporcionando asesoramiento estratégico sobre el futuro de la institución. Con el fin de seguir reforzando la vigilancia macroprudencial que lleva a cabo la JERS, el Grupo examinó el trabajo y la experiencia adquirida por la institución durante los diez últimos años, así como la normativa en la que se establecen sus funciones. También recabó las opiniones de los miembros del Comité Técnico Consultivo. El informe elaborado por el Grupo se publicó en diciembre de 2024 y se presentó ante la Comisión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo.

⁵⁴ El Grupo de trabajo de alto nivel para la revisión del Reglamento de la JERS está integrado por Olli Rehn (presidente) —vicepresidente primero de la JERS—, el profesor Stephen Cecchetti —vicepresidente del Comité Científico Consultivo—, Luis de Guindos —vicepresidente del BCE— y Pablo Hernández de Cos —presidente del Comité Técnico Consultivo—.

El Grupo consideró que la JERS ha cumplido satisfactoriamente su mandato de vigilancia macroprudencial. Partiendo de esta base, el Grupo formuló ocho recomendaciones orientadas a reforzar el enfoque holístico aplicado por la JERS en la evaluación del riesgo sistémico, en particular a través de la introducción de pruebas de resistencia *top-down* del conjunto del sistema financiero dirigidas por la JERS y de una mayor integración de las perspectivas intersectorial y transfronterizo. En las recomendaciones también se propone mejorar la comunicación en cuestiones de estabilidad financiera y el acceso a datos clave, así como fomentar el intercambio de conocimientos, al tiempo que también se abordan algunas implicaciones en términos de gobernanza y de recursos. En respuesta a una de las recomendaciones del Grupo, se está elaborando un plan director bajo la supervisión del Comité Técnico Consultivo para implementar las propuestas, con el objetivo de que sea aprobado por la Junta General en la primera mitad de 2025.

4.3 Presentación de información al Parlamento Europeo y otros aspectos institucionales

En consonancia con las obligaciones de rendición de cuentas y de información de la JERS, la presidenta y el vicepresidente primero de la institución comparecieron ante la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios (ECON) del Parlamento Europeo. Durante el período analizado, Christine Lagarde, presidenta de la JERS, intervino en una audiencia pública ante la ECON el 4 de diciembre de 2024 y celebró dos reuniones a puerta cerrada con la presidenta y los vicepresidentes de dicha Comisión para analizar los riesgos para la estabilidad financiera. El vicepresidente primero de la JERS, el gobernador Olli Rehn, compareció en una audiencia pública ante la ECON el 20 de febrero de 2025 para explicar cómo se propone desempeñar sus funciones.

En la audiencia celebrada el 4 de diciembre de 2024, la presidenta de la JERS subrayó que la estabilidad financiera es una condición imprescindible para un crecimiento sostenible. La presidenta hizo hincapié en que a medida que se van desvaneciendo los recuerdos de crisis anteriores, sigue siendo esencial disponer de un marco normativo robusto y resiliente. Solo un sistema financiero estable — reforzado por políticas micro- y macroprudenciales sólidas— puede apoyar la innovación, la competitividad y una mayor integración de los mercados de capitales. La presidenta instó a la adopción de un enfoque sistémico global para subsanar las lagunas normativas, en particular en el ámbito de la intermediación financiera no bancaria, al tiempo que subrayó la importancia de mejorar el intercambio de datos entre las autoridades para identificar y mitigar los riesgos sistémicos. Esta agenda prospectiva, que se detalla en el [informe de la JERS sobre un enfoque de política macroprudencial global](#), sienta las bases para reforzar la supervisión financiera de la UE y asegurar que las medidas regulatorias evolucionen a la par que un entorno financiero en rápida transformación.

En la comparecencia del 20 de febrero de 2025, el vicepresidente primero de la JERS analizó el asesoramiento estratégico sobre el futuro de la institución

proporcionado por el Grupo de trabajo de alto nivel y resumido en su informe.

El vicepresidente primero subrayó que la fortaleza de la JERS reside en su capacidad para realizar un seguimiento y evaluación de los riesgos sistémicos en todo el sistema financiero de la UE aplicando un enfoque holístico. También hizo hincapié en que, a tal fin, en el informe del Grupo se presentaban dos importantes propuestas: en primer lugar, incluir en el mandato de la JERS una prueba de resistencia *top-down* del conjunto del sistema financiero, y, en segundo lugar, mejorar el acceso de la JERS a conjuntos de datos granulares clave. Además, el vicepresidente primero destacó la importancia de una comunicación clara y convincente y señaló que, incluso sin ser vinculantes, los avisos y las recomendaciones de la JERS son esenciales para el mantenimiento de la estabilidad financiera, lo que a su vez contribuye al crecimiento sostenible y a la innovación en la UE.

Por otra parte, el jefe de la Secretaría de la JERS, Francesco Mazzaferro, fue invitado a participar en la audiencia pública de la ECON sobre la evaluación de la adecuación del marco macroprudencial para las instituciones financieras no bancarias en la UE, celebrada el 19 de marzo de 2025. En su **discurso**

introdutorio hizo referencia al enfoque sistémico de política macroprudencial de la JERS. La institución ha aplicado este enfoque global a tres actividades en las que participan tanto bancos como entidades no bancarias: la gestión de activos, la compensación y la concesión de crédito. El jefe de la Secretaría de la JERS señaló también que aún queda trabajo por hacer, pero que la JERS consideraba que había argumentos para aumentar la transparencia en las actividades de gestión de activos, incentivar la compensación centralizada de deuda pública en los mercados al contado y de *repos*, y permitir a las autoridades establecer medidas basadas en la capacidad de pago de los prestatarios (BBM, por sus siglas en inglés) y límites a la concentración de exposiciones para empresas muy endeudadas, con independencia de si el préstamo lo concede un banco o una entidad no bancaria.

Por último, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS informan periódicamente al Comité Económico y Financiero sobre la evaluación de riesgos llevada a cabo por la JERS. El Comité Económico y Financiero es un comité de la UE creado para promover la coordinación de las políticas entre los Estados miembros. Además, el jefe y el jefe adjunto de la Secretaría de la JERS representan habitualmente a la institución en las reuniones de las Juntas de Supervisores de las AES.

4.4 Actos públicos de la JERS

Cada año, el Comité Científico Consultivo concede el Premio Ieke van den Burg en reconocimiento de trabajos de investigación destacados de jóvenes académicos sobre temas relacionados con el mandato de la JERS. Este premio se creó en 2014 en memoria de Ieke van den Burg, miembro del Comité Científico Consultivo (2011-2014) y del Parlamento Europeo (1999-2009). En 2024, el premio recayó en Tsvetelina Nenova por el trabajo titulado «Global or Regional Safe Assets. Evidence from Bond Substitution Patterns».

La octava Conferencia Anual de la JERS se celebró los días 26 y 27 de septiembre de 2024 en formato híbrido y estuvo dedicada a los nuevos horizontes de la política macroprudencial. Christine Lagarde, presidenta de la JERS, pronunció el **discurso de apertura** en la primera jornada y **la segunda jornada** se inició con la intervención de Pablo Hernández de Cos (presidente del Comité Técnico Consultivo y ex gobernador del Banco de España). El programa de la conferencia incluyó cuatro paneles. El primero estuvo presidido por Luis de Guindos (vicepresidente del BCE) y se centró en la política macroprudencial más allá del sector bancario. El segundo panel se focalizó en la Inteligencia Artificial y el riesgo sistémico, y lo presidió Andréa Maechler (directora general adjunta del Banco de Pagos Internacionales). El tercero, presidido por Stephen Cecchetti (profesor del Brandeis International Business School y vicepresidente del Comité Científico Consultivo de la JERS), trató sobre el riesgo de liquidez sistémica. El último panel se centró en los riesgos emergentes y la política macroprudencial y estuvo presidido por Throsten Beck (profesor del European University Institute y presidente del Comité Científico Consultivo de la JERS). También se pronunciaron dos discursos. El primero, titulado «**Global risks and financial shifts: Supervising banks in an era of geopolitical instability**» fue pronunciado por Claudia Buch (presidenta del Consejo de Supervisión del BCE). El segundo, titulado «**Old and new frontiers of the ESRB: Systemic risk, non-banks and data analysis**», estuvo a cargo de Olli Rehn (vicepresidente primero de la JERS y gobernador del Suomen Pankki [Banco de Finlandia]). Por último, Francesco Mazzaferro, en su calidad de jefe de la Secretaría de la JERS, pronunció las **palabras de clausura** de la conferencia. La **grabación de la conferencia** está disponible en el sitio web de la JERS

Los días 6 y el 7 de noviembre de 2024, la JERS celebró su reunión anual con el Comité de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores y los auditores legales de las entidades financieras de importancia sistémica mundial (G-SIFI, por sus siglas en inglés) con matriz radicada en la UE. La **legislación de la UE** dispone que se celebre esta reunión anual para informar a la JERS de todas las novedades sectoriales o significativas relativas a las G-SIFI. La reunión tuvo lugar en formato híbrido. Después de que las partes resumieran las actividades desarrolladas durante el año anterior, los debates se centraron, en primer lugar, en el actual entorno de incertidumbre y en las respuestas que la política macroprudencial puede ofrecer ante esta situación. Los siguientes temas pivotaron en torno al papel de los depósitos y los derivados en la gestión del riesgo de tipo de interés en los balances bancarios, y a continuación se debatió sobre la aplicación por primera vez de las normas europeas de información sobre sostenibilidad (European Sustainability Reporting Standards). El último tema que se trató fue el crecimiento del reaseguro basado en activos en algunas jurisdicciones. Por último, en términos de otros riesgos, los participantes en la reunión mencionaron el cambio climático, la Inteligencia Artificial y las valoraciones del sector inmobiliario.

El 22 de noviembre de 2024, Olli Rehn (vicepresidente primero de la JERS y gobernador del Suomen Pankki) pronunció un discurso sobre cómo abordar los riesgos sistémicos para la estabilidad financiera en la UE en el CFA Institute Systemic Risk Council.

Anexo: Documentos publicados en el sitio web de la JERS entre el 1 de abril de 2024 y el 31 de marzo de 2025

Documentos de Trabajo

Mitigating fragility in open-ended investment funds: the role of redemption restrictions

02/01/2025

Microstructure implications of ETF arbitrage with custom baskets

02/01/2025

Fund-Level FX Hedging Redux

04/11/2024

Documentos Ocasionales

A map of the euro area financial system

01/08/2024

Informes de la JERS

Systemic liquidity risk: a monitoring framework

03/02/2025

Using the countercyclical capital buffer to build up resilience early in the cycle

31/01/2025

Building on a decade of success

18/12/2024

A system-wide approach to macroprudential policy – ESRB response to the European Commission’s consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation

04/12/2024

EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024

13/06/2024

Advancing macroprudential tools for cyber resilience – Operational policy tools

16/04/2024

Climate-related risks and accounting

03/04/2024

Risk dashboards

ESRB risk dashboard, noviembre de 2024 (número 50)

Annex I

Annex II

05/12/2024

ESRB risk dashboard, septiembre de 2024 (número 49)

Annex I

Annex II

04/10/2024

ESRB risk dashboard, junio de 2024 (número 48)

Annex I

Annex II

27/06/2024

Pruebas de resistencia

Macro-financial scenario for the 2025 EU-wide banking sector stress test

(actualizado el 28 de febrero de 2025)

28/02/2025

Adverse scenario for the 2024 European Securities and Markets Authority's money market fund stress-testing guidelines

07/01/2025

Climate-related scenarios for the one-off Fit-for-55 scenario analysis exercise

19/11/2024

Adverse scenario for the 2024 European Insurance and Occupational Pensions Authority's insurance sector stress test exercise

04/04/2024

Dictámenes

Opinion of the European Systemic Risk Board of 7 October 2024 regarding the Norwegian notifications of the resetting of the systemic risk buffer pursuant to Article 133 and of the resetting of the O-SII buffer pursuant to Article 131 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2024/6)

Report

04/12/2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 21 August 2024 regarding the Dutch notification of an extension of the period of application of a stricter national measure based on Article 458 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions (ESRB/2024/4)

Report

28/10/2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 23 May 2024 regarding the Norwegian notification of an adjustment of the risk weight set for commercial immovable property pursuant to Articles 124(2) and 126(1) of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and amending Regulation (EU) No 648/2012 (ESRB/2024/1)

Report

01/07/2024

Opinion of the European Systemic Risk Board of 16 November 2023 regarding the Danish notification of the setting or resetting of a systemic risk buffer rate pursuant to Article 133 of Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions (ESRB/2023/12)

Report

30/04/2024

Informes del Comité Científico Consultivo (CCC)

Addressing banks' vulnerability to deposit runs: revisiting the facts, arguments and policy options

29/08/2024

Informes de cumplimiento

Recommendation A of Recommendation on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area (ESRB/2022/9), and Recommendation F of Recommendation on closing real estate data gaps (ESRB/2016/14) – Summary Compliance report

28/02/2025

Country-specific Recommendations of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector in Germany (ESRB/2021/10) and Austria (ESRB/2021/11), respectively – Compliance Report

04/07/2024

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

27/06/2024

Recomendaciones

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 3 de diciembre de 2024, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2024/7)

03/12/2024

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 8 de julio de 2024, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2024/3)

08/07/2024

Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 11 de junio de 2024, por la que se modifica la Recomendación JERS/2015/2 sobre la determinación de los efectos transfronterizos y la reciprocidad voluntaria de las medidas de política macroprudencial (JERS/2024/2)

11/06/2024

Respuestas y cartas

Respuesta de la JERS a la consulta de la ESMA sobre las condiciones del requisito de mantener cuentas activas tras la revisión del EMIR

27/01/2025

Asesoramiento de la JERS a la EIOPA sobre los criterios de identificación de perturbaciones sectoriales excepcionales (artículo 144 *quater*, apartado 7)¹

20/12/2024

Respuesta de la JERS a la consulta de la ESMA sobre los proyectos de normas técnicas de regulación y directrices relativas a los instrumentos de gestión de la liquidez

02/09/2024

Carta de la JERS al Parlamento Europeo — Intercambio de datos entre las Autoridades Europeas de Supervisión y la JERS

19/08/2024

Carta de la JERS a la Comisión Europea — Intercambio de información entre las Autoridades Europeas de Supervisión y la JERS

19/08/2024

Carta de la JERS al Consejo de la Unión Europea — Intercambio de información entre las Autoridades Europeas de Supervisión y la JERS

19/08/2024

Asesoramiento de la JERS a la EIOPA sobre el tratamiento prudencial de los riesgos medioambientales y sociales

23/04/2024

Respuesta de la JERS al informe consultivo del BCBS, el CPMI e IOSCO sobre la transparencia y la capacidad de respuesta de los márgenes iniciales en los mercados con compensación centralizada

17/04/2024

© Junta Europea de Riesgo Sistémico, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.esrb.europa.eu

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

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

PDF ISBN 978-92-9472-404-5, ISSN 1977-5164, doi:10.2849/7243763, DT-01-25-009-ES-N
HTML ISBN 978-92-9472-403-8, ISSN 1977-5164, doi:10.2849/3926227, DT-01-25-009-ES-Q