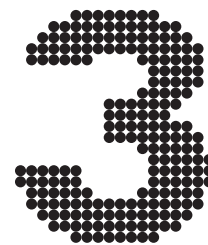


Entorno económico, sectorial y regulador



- 55 Entorno económico y financiero
- 61 Entorno del sector bancario
- 62 Entorno regulatorio
- 63 Visión 2021

Entorno económico y financiero

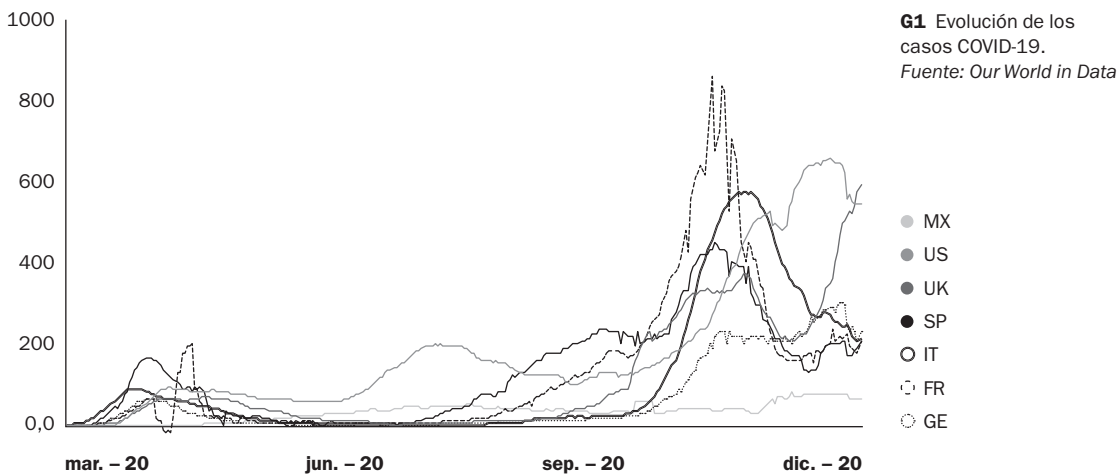
La crisis sanitaria derivada del COVID-19 ha sido el principal determinante del comportamiento de la economía y de los mercados financieros globales. La actividad económica nunca había registrado caídas semejantes a las observadas en 2020. Además, ha persistido la incertidumbre en torno al Brexit, que finalmente se resolvió con un acuerdo sobre la relación futura entre Reino Unido y la UE. Por otra parte, se han mantenido las tensiones entre Estados Unidos y China, al tiempo que D. Trump perdió las elecciones presidenciales en Estados Unidos en favor del demócrata J. Biden.

Evolución del COVID-19 y de la investigación científica

La pandemia se extendió de forma rápida y generalizada entre la población a nivel global a principios de año, derivando en un colapso hospitalario que forzó el cierre de gran parte de la economía mundial entre los meses de marzo y abril. La mejora progresiva de la situación permitió avanzar en la reapertura económica de cara al verano. Sin embargo, con la llegada del otoño, la situación volvió a deteriorarse en las principales economías desarrolladas. Los nuevos casos diarios de contagio registraron máximos desde el inicio de la pandemia y, en algunas zonas, las hospitalizaciones por COVID-19 se situaron incluso por encima de los registros de primavera.

A raíz de esta situación, las autoridades volvieron a introducir medidas de contención, aunque menos agresivas que las que tuvieron lugar durante la primera ola de contagio. En esta segunda fase, fueron un apoyo los protocolos hospitalarios ya establecidos, las medidas de distanciamiento e higiene implementadas y la mayor disponibilidad de información respecto a las características de propagación del virus. Además, a diferencia de la primera ola, el virus apenas tuvo incidencia en China y en algunos países asiáticos desarrollados, en la medida en la que se regularizó la implementación de testeos masivos y un estricto control de los contagios, de la cadena de contactos y de las fronteras.

El COVID-19 ha provocado un deterioro de la actividad económica sin precedentes históricos.



La comunidad científica se volcó completamente desde el primer momento para intentar hallar una vacuna o un tratamiento eficaz contra el COVID-19, además de investigar con profundidad la naturaleza del virus para mejorar su control y prevención. El esfuerzo público y privado

a este fin consiguió que a finales de 2020 se obtuvieran ya resultados positivos sobre la efectividad de algunas vacunas y fármacos (p. ej., vacunas de Pfizer/BioNTech y de Moderna), todo un logro, dado que históricamente estos procesos acostumbra a extenderse varios años. En

la mayoría de países desarrollados, las campañas de suministro de las vacunas dieron comienzo a finales de año.

Respuesta de las autoridades económicas

Las diferentes autoridades ofrecieron una respuesta en general rápida y contundente a la crisis, con el fin de paliar los efectos económicos de la misma y velar por la estabilidad financiera.

- Los bancos centrales se adentraron en políticas monetarias excepcionalmente acomodaticias, con importantes inyecciones de liquidez en los mercados financieros.
- Los gobiernos nacionales adoptaron políticas fiscales claramente expansivas, con medidas para reforzar el sistema sanitario, garantizar la financiación empresarial, proteger el empleo y la renta de las familias, etc.
- A nivel de la Unión Europea (UE), además de suspenderse las reglas fiscales a las que se encuentran sometidos los Estados miembros, destaca la creación del Next Generation EU (Fondo de Recuperación), que representa un importante paso en términos de construcción europea y se erige como un nuevo mecanismo de estabilización económica a nivel europeo.
- Las autoridades supervisoras introdujeron flexibilidad en el uso de los colchones de capital y liquidez y en la interpretación de la normativa contable y se decantaron temporalmente por una menor presión supervisora.

Política monetaria en países desarrollados

En la zona euro, el BCE adoptó diferentes medidas con el objetivo de minimizar los costes económicos de la crisis, impulsar la inflación, asegurar el espacio fiscal a los soberanos, evitar la fragmentación de los mercados financieros y, en la medida de lo posible, minimizar los impactos de los tipos de interés negativos sobre la banca. De este modo, el BCE puso en marcha un nuevo programa de compra de activos (PEPP), el cual incrementó y extendió en dos ocasiones, incrementó el anterior programa (QE), mejoró las características de las TLTROs, creó nuevas operaciones de liquidez y relajó las normas de colateral.

En Estados Unidos, la FED llevó a cabo un amplio despliegue de medidas dirigidas a facilitar la liquidez en dólares, el flujo de crédito a la economía y el correcto funcionamiento de los mercados financieros. De hecho, con las facilidades introducidas, la FED se posicionó como prestamista de última instancia no solo para el mercado, sino directamente para los hogares y empresas. Así, la FED introdujo un programa de compras de activos ilimitado, retomó algunos de los mecanismos de provisión de liquidez utilizados durante la crisis financiera global e introdujo otras medidas como la adquisición de deuda

corporativa tanto en el mercado primario como en el secundario.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE) redujo el tipo de interés rector en 65 puntos básicos, hasta el 0,10%, y amplió el programa de compra de activos en 450 miles de millones de libras. El BoE también amplió las líneas de liquidez a bancos y sociedades de construcción inmobiliaria con incentivos especiales para el crédito a pymes, compró papel comercial a grandes empresas y redujo el colchón de capital contra cíclico al 0%. Por otra parte, el BoE está trabajando en hacer operativa la posibilidad de situar los tipos de interés en terreno negativo, aunque su gobernador considera que no es una herramienta que se pretenda implementar de forma inmediata. Por último, el BoE ha coordinado sus medidas de política monetaria estrechamente con las medidas de política fiscal.

El Banco de Japón (BoJ) también introdujo como novedad el carácter ilimitado de su programa de compra de activos, al tiempo que incrementó el volumen de compras de papel comercial, deuda corporativa, ETFs y J-REITs, e introdujo una facilidad especial para garantizar la financiación de las empresas afectadas por el COVID-19, enfocada especialmente a las pymes. Adicionalmente, el BoJ introdujo una innovadora herramienta de política monetaria para incentivar las fusiones bancarias.

Política fiscal en países desarrollados

En la zona euro, la magnitud de la respuesta fiscal de los diferentes países se ha visto condicionada por la situación presupuestaria de partida. En este sentido, Alemania ha sido uno de los países con medidas más contundentes. En España, las ayudas se han centrado especialmente en créditos avalados para reforzar la liquidez de las empresas y en medidas para preservar las rentas de los hogares, como los ERTes.

Adicionalmente, el Consejo Europeo acordó en julio la creación del Next Generation EU por un importe de 750 miles de millones de euros para hacer frente a las consecuencias económicas y sociales de la pandemia y mitigar los efectos asimétricos de la crisis en los países de la UE. El acuerdo fue formalmente aprobado a finales de año junto al nuevo presupuesto de la UE para el período 2021-27. Este fondo otorgará transferencias y préstamos a los países, en función de aspectos como la renta per cápita y el impacto económico de la pandemia. Los países tendrán que presentar proyectos de inversión y reformas estructurales alineados con las prioridades de la UE. En España, el Gobierno anunció que canalizará 72 miles de millones de euros entre 2021 y 2023.

Europa dio luz verde al Fondo Next Generation EU, lo que representa un importante paso en términos de construcción europea.

En Estados Unidos, la respuesta fiscal fue contundente y conllevó el mayor déficit desde 1945. En Reino Unido, las principales medidas se centraron en subsidios para el pago de salarios dirigidos a actividades interrumpidas por el COVID-19 y garantías estatales para préstamos a pymes. Las medidas fiscales acabaron sumando más de un 19% del PIB.

Otros focos de atención en 2020

La crisis sanitaria reavivó las tensiones entre Estados Unidos y China. Conforme el COVID-19 se extendía en Estados Unidos y el impacto económico se hacía evidente, el presidente estadounidense, D. Trump, intensificó sus críticas hacia China por el origen del virus y su gestión en las etapas iniciales. Todo este clima no se tradujo en una intensificación de la guerra comercial, que quedó en

un segundo plano en 2020, sino que eclosionó en nuevas acciones contra empresas chinas, principalmente en el ámbito tecnológico (p. ej., Estados Unidos bloqueó las ventas de chips a Huawei por parte de cualquier empresa, nacional o internacional, que utilizara tecnología o equipamiento estadounidense para producirlos). Las disputas se extendieron también al ámbito geopolítico a raíz de la política exterior más agresiva de China en Hong Kong y, en menor medida, en Taiwán.

La incertidumbre en torno al Brexit ha persistido durante la mayor parte del año. Poco después de que Reino Unido abandonara formalmente la UE el 31 de enero, dando inicio así al período de transición, las negociaciones sobre la relación futura entre Reino Unido y la UE se vieron interrumpidas por el COVID-19. Las negociaciones se retomaron más adelante y, a finales de año, Reino Unido y la UE alcanzaron un acuerdo de mínimos que impidió un desenlace desordenado del Brexit ante el final del período de transición al término de 2020.

La UE y Reino Unido alcanzaron un acuerdo sobre su relación futura que permitió una salida ordenada del periodo de transición.

Las elecciones presidenciales de Estados Unidos, que tuvieron lugar en noviembre, supusieron un punto de inflexión en la política interna y en las relaciones multilaterales a nivel global. El demócrata J. Biden salió vencedor y se convirtió en el candidato presidencial más votado en la historia de Estados Unidos. A nivel legislativo, el Partido Demócrata retuvo el control del Congreso, al tiempo que el resultado final del Senado quedó pendiente hasta enero. La nueva Administración pretende restablecer, en general, las relaciones multilaterales a nivel global, aunque continúa viendo con escepticismo la gestión política que se hace en China. Asimismo, la agenda de Biden hace especial foco en la lucha contra el cambio climático y considera la reincorporación de Estados Unidos en el Acuerdo de París.

Actividad económica e inflación

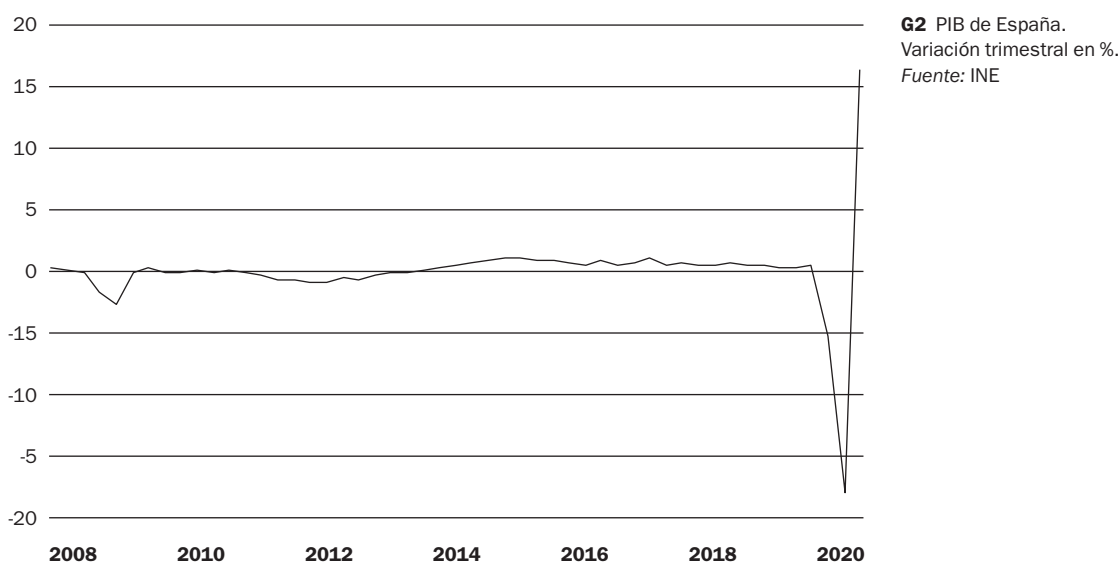
El PIB mundial registró en 2020 una caída sin precedentes, superior al 4,0% anual. Distintos canales de impacto interaccionaron y contribuyeron a la severidad de la recesión: *shocks* conjuntos de oferta y demanda, junto a un importante *shock* de incertidumbre y sustanciales tensiones financieras. Además, esta crisis se ha caracterizado por ser altamente asimétrica entre sectores, tipos de agentes y en muchas otras dimensiones. A diferencia de crisis anteriores, los sectores industriales lo han hecho relativamente mejor, mientras que los servicios, especialmente aquellos con mayor contacto físico (restauración, ocio, turismo y viajes, etc.) han recibido un duro impacto. Ello también explica por qué el comercio internacional ha experimentado una contracción menos severa que la del PIB en su conjunto y consiguió recuperarse con vigor en la segunda mitad de año. La gestión de la crisis también ha

marcado diferencias en los datos económicos por países, destacando en positivo la mayoría de países asiáticos. Por último, la crisis ha tenido un mayor impacto en la población más vulnerable y desfavorecida, que se ha visto más afectada tanto en términos económicos como sanitarios.

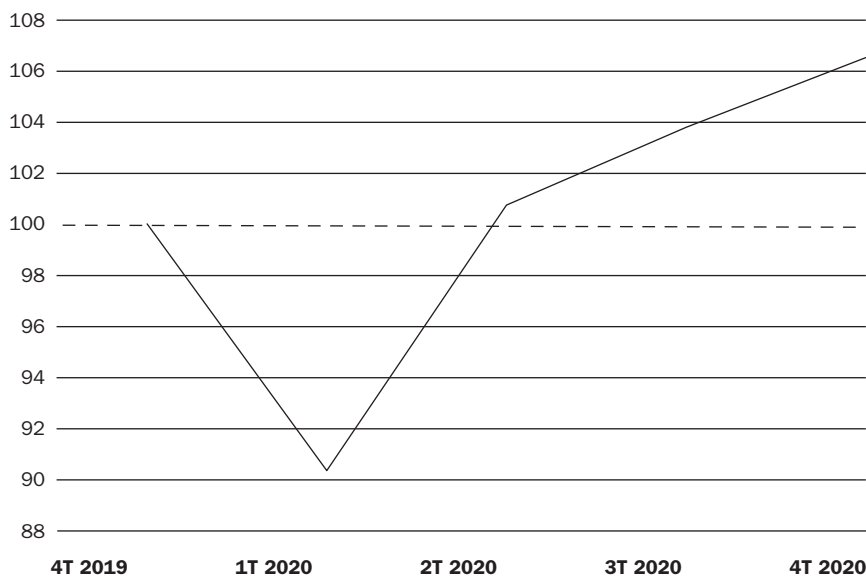
En las economías desarrolladas, el histórico retroceso de la actividad en la primera mitad de año precedió a un significativo rebote del PIB en el 3T20 con el proceso de desescalada y a un débil 4T20 ante el deterioro de la pandemia y la necesidad de nuevas medidas de contención. El PIB de los principales países desarrollados ha finalizado el año por debajo de los niveles previos al COVID-19. En la zona euro, la actividad ha mostrado divergencia por países a partir de aspectos como: (i) el diferente grado de restrictividad de las medidas de contención, (ii) las distintas estructuras productivas y especialización sectorial, (iii) la diferente envergadura de la respuesta fiscal, etc. En Reino Unido, el PIB registró una caída de más del 25%

entre febrero y abril. En Estados Unidos, la contracción económica fue menos severa que en Europa, apoyada por un fuerte estímulo fiscal y medidas menos restrictivas para hacer frente al COVID-19.

España ha sido una de las economías europeas más impactadas por la crisis ante el elevado peso del sector turístico y de las empresas pequeñas y la severidad inicial de las medidas de contención del COVID-19. En la primera mitad de año, la caída del PIB fue la mayor entre las principales economías de la zona euro. El PIB ha finalizado el año con un descenso superior al 10% anual. Respecto al mercado laboral, el uso de los ERTes ha limitado la destrucción efectiva de empleo y ha permitido un mejor comportamiento del mismo en relación con crisis previas. Por su parte, las cuentas públicas se han visto fuertemente deterioradas ante la caída de los ingresos impositivos y, sobre todo, por el aumento del gasto destinado a preservar las rentas de familias y empresas.



En las economías emergentes, las caídas de la actividad también han sido históricas. Los países asiáticos son los que han recibido un impacto negativo sobre la actividad menos pronunciado a lo largo del año, gracias a la rápida y efectiva contención del virus. En este sentido, China ha liderado la recuperación económica global y es de los pocos países que ya ha recuperado los niveles de PIB previos a la pandemia. Latinoamérica, que ya venía experimentando cierto estancamiento económico, no ha llegado a tener el virus bajo control y la crisis ha agudizado problemas estructurales como la desigualdad y el descontento social. La gran mayoría de los bancos centrales emergentes ha respondido a este episodio relajando la política monetaria en línea con las medidas adoptadas por los países desarrollados. La respuesta en materia fiscal, sin embargo, no ha sido igual de coordinada ni agresiva. Brasil, por ejemplo, con unas cuentas públicas ya debilitadas, ha optado por la aplicación de un fuerte estímulo fiscal, mientras que en México, por su parte, la respuesta ha sido prácticamente nula.



G3 PIB de China
4T19 = 100.
Fuente: Bloomberg

En México, el estallido de la crisis provocó la reducción en la calificación crediticia soberana por parte de las tres principales agencias de calificación, aunque consiguió mantener el grado de inversión. Después del fuerte impacto sobre la actividad en el segundo trimestre, la recuperación económica se vio principalmente apoyada por la demanda exterior y el sector de la automoción, en un contexto en el que finalmente entró en vigor el nuevo acuerdo del NAFTA el pasado 1 de julio. Al margen del COVID-19, la estrategia nacionalista de López Obrador en el sector energético ha supuesto un lastre para la confianza de los inversores privados en este sector. En el conjunto del año, la caída del PIB ha sido de alrededor de un 9%. Respecto a otros países emergentes, la situación económica y financiera ha continuado siendo especialmente delicada en Turquía, aunque los mercados recibieron positivamente el que las autoridades llevaran a cabo cierto giro en las políticas económicas (hacia una mayor ortodoxia) en la parte final del año.

Respecto a la inflación, si bien su lectura es compleja dados los cambios en los patrones de consumo, esta se ha visto presionada a la baja en los países desarrollados por el impacto del COVID-19 en la demanda. En la zona euro se ha situado en terreno negativo por primera vez desde mediados de 2016, al tiempo que el índice subyacente (excluyendo energía y alimentos) se situó en mínimos históricos. La inflación se vio lastrada, además de por el deterioro de la actividad, por aspectos como la rebaja temporal del IVA en Alemania. En Estados Unidos, la inflación llegó a situarse en mínimos desde 2011 en el caso de la inflación subyacente. Conforme la recuperación económica ha avanzado en este país, la inflación ha ido mostrando una tendencia al alza.

El precio del crudo registró mínimos de varios años durante la primera fase de la crisis, llegándose a situar la referencia Brent cerca de los 19 dólares por barril, ante las restricciones y fuertes caídas de la movilidad en buena parte de la economía global. La recuperación económica posterior, el levantamiento de restricciones a la movilidad

y la voluntad de los grandes productores de ajustar su producción para evitar la sobreoferta en mercado han permitido que el precio recupere gran parte de la caída y cierre el año en niveles algo superiores a los 50 dólares por barril.

Mercados financieros

Los mercados financieros se vieron fuertemente impactados a principios de año por la incidencia del COVID-19 a nivel global. El movimiento de aversión al riesgo fue solo comparable a lo ocurrido durante la crisis financiera internacional, con fuertes caídas de las rentabilidades de la deuda soberana, correcciones abruptas de los activos de riesgo y un aumento destacado de las tensiones en los mercados de financiación a corto plazo. Además, también se llegó a cerrar el mercado primario de deuda corporativa y se produjeron preocupantes episodios de iliquidez en varios mercados, incluso en aquellos considerados más profundos.

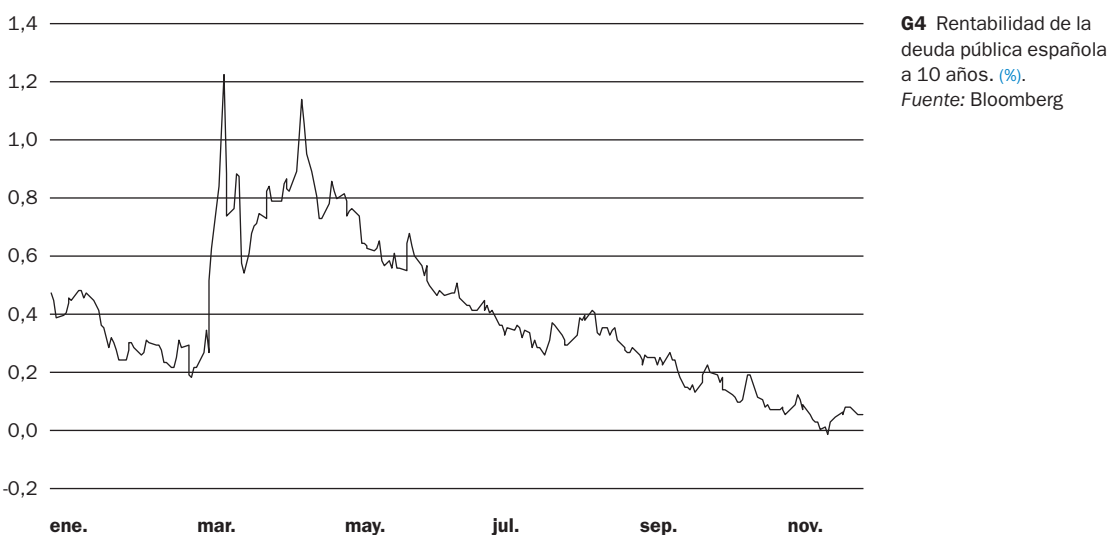
Las medidas de liquidez introducidas por los distintos bancos centrales conllevaron una normalización de los mercados de financiación a corto plazo y permitieron que el crédito bancario continuara fluyendo hacia el sector privado. Por su parte, las medidas de apoyo económico implementadas por las diferentes autoridades, junto con el control de la pandemia en las economías desarrolladas antes del verano, la reactivación de la actividad y, más tarde, las noticias sobre tratamientos y vacunas contra el COVID-19, lograron estabilizar los mercados y permitir una recuperación de los activos de riesgo (a pesar de que hubo una elevada diferenciación entre sectores y países). El resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y la consecución de un acuerdo del Brexit en el último tramo de 2020 también fueron un apoyo. En este contexto, los diferenciales corporativos presentaron una muy buena evolución, cerrando el año en niveles muy próximos a los de antes de la crisis y con emisiones récord en el agregado de 2020.

La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de Alemania retrocedió en el conjunto del año, llegándose a situar en mínimos históricos (-0,86%), influida por la crisis y el programa de compra de activos del BCE. Por otra parte, la rentabilidad se vio algo presionada al alza por el anuncio del estímulo fiscal en Alemania y la creación del Fondo de Recuperación de la UE, así como por las noticias positivas relacionadas con el desarrollo de la vacuna contra el COVID-19. En Estados Unidos, la rentabilidad de la deuda pública mostró una tendencia decreciente en los primeros meses del año, llegando a registrar también un mínimo histórico (0,52%), a lo que contribuyó la agresiva intervención de la FED en dicho mercado. Durante la

última parte del año, la rentabilidad se vio presionada al alza, entre otros aspectos, por las expectativas de un estímulo fiscal adicional y por las noticias positivas respecto al desarrollo de vacunas.

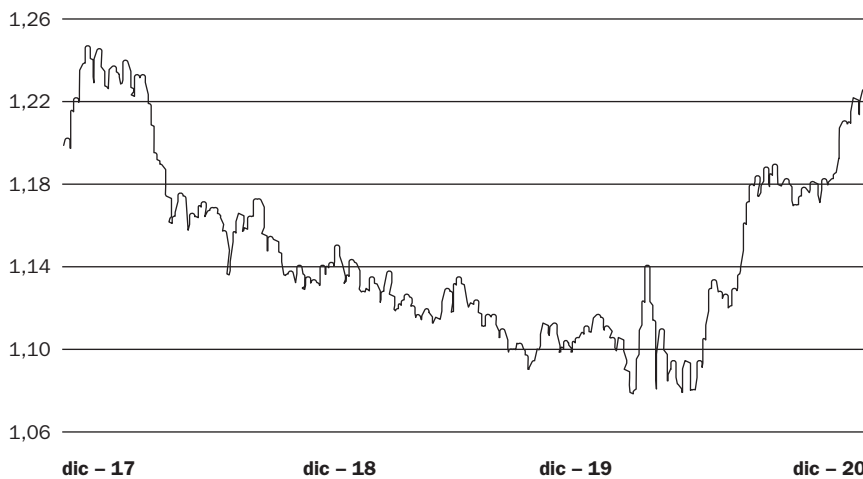
Las primas de riesgo soberanas de la periferia europea finalizaron el año en niveles pre-COVID, después del repunte inicial con la pandemia. Las primas de riesgo se vieron soportadas por el incremento y extensión de los programas de compras de activos del BCE y por el acuerdo alcanzado en torno al Fondo de Recuperación de la UE. La rentabilidad de la deuda pública española a diez años llegó a situarse en terreno negativo por primera vez en la historia.

La rentabilidad de la deuda pública española a diez años llegó a situarse en terreno negativo por primera vez en la historia.



El mercado de divisas experimentó una elevada volatilidad. La escasez global de dólares tras el estallido de la crisis provocó una apreciación destacada de la divisa americana, mientras que las líneas *swap* implementadas por la FED revirtieron dicho movimiento. El euro, en su cruce frente al dólar, se empezó a fortalecer de forma direccional tras el anuncio del Fondo de Recuperación de la UE. Esta apreciación tuvo continuidad *a posteriori* en un contexto de debilidad generalizada del dólar, inducida por el nuevo entorno de tipos de interés cero en Estados Unidos, la victoria de J. Biden en las elecciones estadounidenses y las perspectivas de una recuperación económica global. De esta forma, el dólar cerró el año con una depreciación del 9% anual en su cruce frente al euro, hasta alcanzar los 1,22 USD/EUR, su nivel más depreciado desde 2018. La libra esterlina se ha mostrado especialmente sensible a la crisis

del COVID-19, en línea con lo acontecido en otros momentos de aversión al riesgo, aunque también ha recogido el impacto especialmente severo de la crisis sobre la economía británica. Así, en la primera mitad de año, la libra registró una importante depreciación frente al euro, que fue revirtiendo gradualmente. La incertidumbre sobre el Brexit también ha pesado en la cotización de la libra, así como el debate del BoE sobre la posibilidad de establecer tipos de interés negativos. A medida que las negociaciones del Brexit han mostrado avances, la libra ha recuperado niveles algo más apreciados, aunque a finales de 2020 todavía acumulaba una depreciación anual superior al 5% frente al euro.



G5 Dólares por euro.
Fuente: Bloomberg

Los mercados de renta variable se vieron afectados de forma importante por el estallido de la crisis. El activo registró fuertes correcciones, destacando en negativo los sectores más impactados por las medidas de confinamiento y cierres de fronteras. Tras las medidas acomodaticias adoptadas por las autoridades, el mercado de renta variable se recuperó de forma destacada. Algunos índices, como el S&P 500 o el Nasdaq, incluso superaron los niveles precrisis y cerraron el año en máximos históricos. Las bolsas asiáticas también terminaron 2020 con revalorizaciones destacadas. Los índices bursátiles más rezagados fueron los de Europa (en la mayor parte de los casos, cerrando con caídas anuales), dado el carácter más cíclico de sus activos y el mal comportamiento del sector bancario. En el caso del FTSE 100 (-14%) y el IBEX 35 (-15,5%), los índices registraron su peor comportamiento desde 2008. Por su parte, el DAX solo consiguió registrar un ligero avance (+3,5%).

En los mercados financieros de los países emergentes, el apoyo procedente de la fuerte expansión monetaria y fiscal a nivel global se trasladó también a los activos financieros de estos países. Como novedad, también fueron un apoyo los programas de compra de activos implementados por parte de algunos bancos centrales emergentes. Asimismo, las moratorias en el pago de la deuda oficial supusieron cierto alivio temporal para los países más pobres. Por su parte, la victoria de J. Biden en Estados Unidos y las noticias en relación con el desarrollo y distribución de vacunas supusieron un apoyo a los flujos de capital exterior hacia las economías emergentes. A raíz de todo ello, y aunque las vulnerabilidades financieras de fondo han persistido, las primas de riesgo soberanas y corporativas pasaron a cotizar muy cerca de los niveles previos a la crisis del COVID-19.

Entorno del sector bancario

El sector bancario ha asumido un papel clave en la solución de la crisis, con unos fundamentales irrefutablemente más sólidos que en 2008.

El sector bancario ha asumido un papel clave en la solución a los problemas económicos provocados por el *shock* exógeno del COVID-19, poniendo todos los recursos disponibles para que los afectados por la crisis, especialmente aquellos más vulnerables, pudieran beneficiarse sin demora de las garantías, avales y moratorias aprobadas por las autoridades públicas y la propia industria.

Los bancos europeos entraron en esta crisis con unos fundamentales irrefutablemente más sólidos que en 2008, tanto en términos de cantidad y calidad de capital

como de liquidez y apalancamiento. Asimismo, la ratio de mora ha continuado con su tendencia decreciente y ha llegado a mínimos desde la publicación del dato por parte de la Autoridad Bancaria Europea (EBA) (jun20: 2,8%), confirmando la mejora en la calidad del activo y el saneamiento de los balances.

A nivel doméstico, el Banco de España, en su Informe de Estabilidad Financiera de otoño, concluyó que el sector bancario español es capaz de resistir el elevado impacto económico de la crisis sanitaria. Según el análisis

realizado, tanto en el escenario base como en el adverso, todas las entidades obtendrían ratios de capital CET1 por encima del mínimo regulatorio de 8 pp.

Sin embargo, las consecuencias macroeconómicas de la pandemia –como la prolongación del período de tipos de interés bajos o el previsible repunte del riesgo de crédito– perdurarán en el tiempo, suponiendo un reto adicional a la rentabilidad bancaria, que sigue deprimida. En consecuencia, y frente al contexto de deterioro económico y elevada incertidumbre, el sector bancario ha aumentado el nivel de provisiones de forma significativa.

Entorno regulatorio

Unión Bancaria

En 2020, Bulgaria y Croacia se han incorporado a la Unión Bancaria (UB), de forma que pasan a participar en el Mecanismo Único de Supervisión (SSM) a través del mecanismo de cooperación estrecha y los bancos de importancia sistémica de estos países han pasado a ser supervisados directamente por el brazo supervisor del BCE.

A nivel institucional, el Eurogrupo ha confirmado que se están haciendo avances en cuestiones técnicas en materia de liquidez en resolución y se ha oficializado el papel del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) como respaldo del Fondo Único de Resolución (FUR). El plan de trabajo de las autoridades europeas para 2021 incluye avanzar en la finalización de la UB como una prioridad. En este sentido, varias autoridades europeas, incluyendo el SSM y el Banco de España, han reiterado la urgencia en completar la UB en el actual ciclo institucional (es decir, antes de 2024) y han considerado prioritaria la creación de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS).

Con todo, se espera que el acuerdo sobre el Fondo de Recuperación Europeo suponga un impulso importante para la finalización de la UB, en la medida que limita el refuerzo del vínculo soberano-bancario y crea, *de facto*, un activo seguro comunitario que debería favorecer la integración financiera.

Unión de Mercados de Capitales

La Comisión Europea presentó en otoño el nuevo Plan de Acción para la Unión de Mercados de Capitales, con el que pretende contribuir decisivamente a la recuperación económica post-COVID. El plan tiene tres objetivos principales: (i) el apoyo a la recuperación económica verde, inclusiva y resiliente, permitiendo que la financiación sea más accesible para las empresas europeas; (ii) la mejora de la capacidad de ahorro e inversión a largo plazo en la UE, y (iii) la integración de los mercados de capitales nacionales en un mercado único genuino.

Marco macroprudencial

La política macroprudencial ha cobrado especial protagonismo en el contexto actual de riesgos a la estabilidad financiera al alza. La crisis del COVID-19 ha supuesto, *de facto*, el primer gran test para el sistema financiero bancario global tras las reformas de Basilea poscrisis financiera y la instauración del enfoque macroprudencial en la regulación. El consenso es que, en general, el marco se ha mostrado resiliente y ha habilitado a los bancos el poder ejercer su función vital de provisión de crédito a la economía real.

Los beneficios de la liberación de algunos colchones macroprudenciales de capital en Europa han reavivado el debate global sobre la usabilidad real de los colchones de capital bancarios en momentos de crisis. El BCE considera necesario reconfigurar la actual composición de los requerimientos de capital y aboga por aumentar el nivel de los colchones de capital contracíclico (CCyB), disminuyendo el relativo a otros colchones (p. ej., los idiosincráticos de la entidad o de pilar 2). Además, considera que la acumulación de colchones de capital liberable puede complementar eficazmente las acciones de política monetaria durante una crisis, especialmente en el actual contexto de tipos de interés bajos por un tiempo prolongado.

En relación con la recuperación de los colchones liberados, se espera que el proceso de acumulación de capital hasta los niveles pre-COVID se lleve a cabo de forma muy progresiva. En este sentido, el Banco de España ha decidido mantener el CCyB desactivado hasta que se disipen los efectos económico-financieros de la pandemia.

Finalmente, el sector de intermediación financiera no bancaria ha continuado creciendo globalmente, especialmente en lo que se refiere a la provisión de crédito en la zona euro. Además, persiste un alto grado de interconexiones entre este sector y el bancario, lo que puede conllevar riesgos incluso en condiciones normales de mercado. A nivel global, este sector ha generado diversos episodios de estrés en los mercados financieros en los primeros compases de la crisis del COVID-19. En consecuencia, el BCE y otros organismos globales como el Financial Stability Board (FSB) abogan por complementar y expandir el marco macroprudencial para que las autoridades nacionales dispongan de las herramientas necesarias para limitar el efecto de amplificación de la volatilidad y de riesgos de liquidez que ha mostrado parte de este sector durante la crisis.

Marco regulatorio y supervisor

Frente a la irrupción del COVID-19, las autoridades internacionales, europeas y domésticas del sector financiero adaptaron sus planes de trabajo, tomaron medidas y emitieron recomendaciones para garantizar la continuidad operativa de las entidades, así como la estabilidad financiera en su conjunto. A nivel global, tanto el Comité

de Basilea para la Supervisión Bancaria como el FSB han retrasado un año el calendario de implementación de las principales reformas normativas pendientes.

En Europa, la política supervisora para el sector bancario ha utilizado parte de la flexibilidad contemplada en las normas con el objetivo último de no restringir el crédito y que los bancos pudieran facilitar que familias y empresas se beneficiasen plenamente de las garantías, avales y moratorias aprobadas por las autoridades públicas y las asociaciones bancarias. Así, el SSM ha dispuesto que las entidades puedan utilizar íntegramente algunos colchones de capital y de liquidez y ha introducido flexibilidad supervisora en relación con el tratamiento prudencial de los préstamos relacionados con el COVID-19. A su vez, ha

ajustado el calendario de la actividad supervisora, posponiendo ejercicios que consumen muchos recursos (como los *stress tests* y la implementación de algunas medidas regulatorias pendientes), reduciendo temporalmente las inspecciones *on-site* en las entidades y flexibilizando los plazos de entregas de datos supervisores o *disclosure* a mercados y publicación de información financiera. Finalmente, el SSM ha recomendado a las entidades bancarias la no distribución de dividendos ni la recompra de acciones hasta el 30 de septiembre de 2021. A partir del tercer trimestre de 2020, el SSM realizó un giro en su enfoque supervisor para centrarse en la evaluación de los riesgos, vulnerabilidades y potencial impacto de la pandemia en el riesgo de crédito de los balances bancarios.

La política supervisora ha utilizado parte de la flexibilidad contemplada en las normas y se ha recomendado la no distribución de dividendos ni la recompra de acciones.

En cuanto a la desaparición de los Libor y el Eonia a finales de 2021, las autoridades han aumentado la presión para garantizar una transición fluida. En la UE, pensando en la discontinuación del Libor en 2022, la Comisión Europea ha presentado una propuesta de modificación del Reglamento de índices (BMR) para evitar que la desaparición de un índice de referencia crítico genere disrupciones en la economía y en el sistema financiero.

Respecto al Brexit, las autoridades europeas y británicas esperan firmar un MoU (Memorandum of Understanding) en materia de regulación financiera antes de finalizar el primer trimestre de 2021. Esta nueva relación en el ámbito financiero se basará en equivalencias específicas, que se seguirán negociando más allá de 2020. En todo caso, las medidas adoptadas durante el período de transición permitieron garantizar la continuidad de la prestación de servicios financieros entre ambas jurisdicciones tras hacerse efectivo el Brexit.

Finalmente, los bancos centrales, los reguladores y los supervisores han aumentado la presión para que las entidades financieras evalúen y divulguen la amenaza de los riesgos climáticos sobre sus modelos de negocio de forma que, en última instancia, estos riesgos puedan ser gestionados de forma óptima. El SSM publicó sus expectativas supervisoras sobre los riesgos relacionados con el clima y medioambientales y trabaja para incorporar estos riesgos en sus *stress tests*, mientras que la EBA está realizando un ejercicio de sensibilidad a los riesgos climáticos de la cartera de grandes empresas de bancos. La UE, por su lado, ha avanzado en el desarrollo del marco normativo en materia de sostenibilidad y la Comisión Europea ha revisado su estrategia de finanzas sostenibles. En España, la Ley de Cambio Climático y Transición Energética, que

se encuentra en trámite, impondrá requerimientos de información climática para el sector financiero.

Visión 2021

Cabe esperar que la preocupación por el COVID-19 se vaya desvaneciendo en 2021 con la vacunación de la población.

En cuanto a la actividad económica, se prevé que las diferentes economías muestren, en general, un buen comportamiento a partir, sobre todo, del segundo trimestre.

En términos de política económica, se espera que el BCE mantenga una política monetaria claramente acomodaticia y sin cambios en los tipos de interés oficiales.

Respecto a los mercados financieros, se considera que los tipos de interés de la deuda pública podrían mostrar un desplazamiento al alza, aunque se mantendrían contenidos en un contexto de represión financiera.

Las primas de riesgo de la deuda pública periférica se espera que se vean soportadas por la política del BCE y la presencia del Fondo de Recuperación.

El dólar estadounidense podría depreciarse frente al euro ante los avances en construcción europea, el contexto de tipos de interés cero, el cambio de gobierno en Estados Unidos, etc.