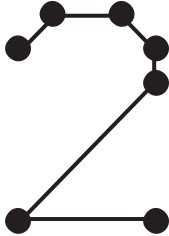


Entorno económico, sectorial y regulatorio



- 46 Entorno económico y financiero
- 51 Entorno del sector financiero
- 53 Visión 2022

El año 2021 ha seguido marcado por el COVID-19, aunque este ha perdido centralidad para la economía gracias a la vacunación.

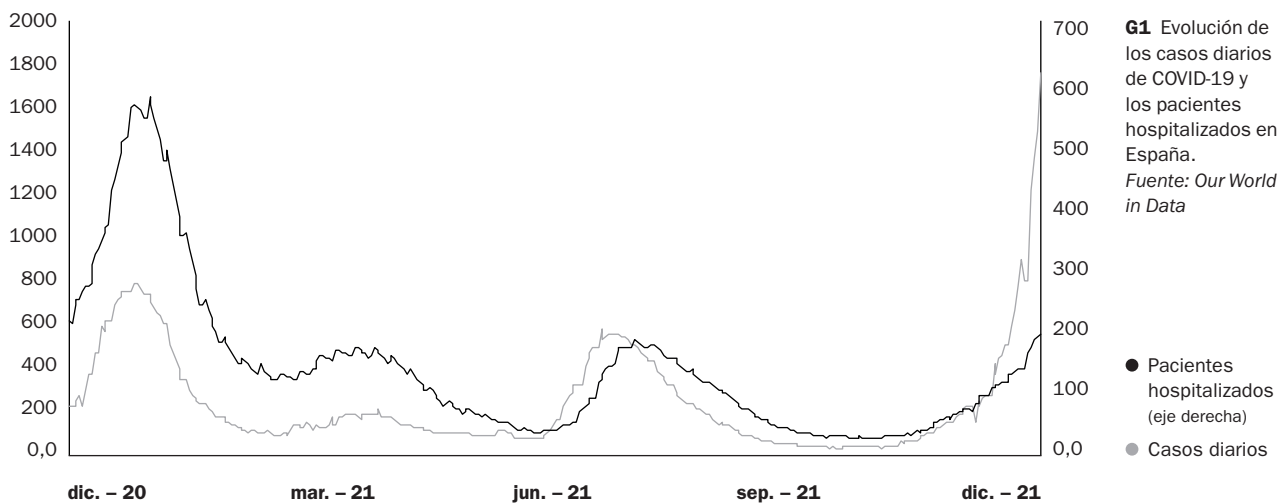
Entorno económico y financiero

El año 2021 ha seguido marcado por la pandemia del COVID-19, desde la expansión de la variante Alfa a principios de año hasta la Ómicron en el tramo final del ejercicio. En cualquier caso, el COVID-19 ha ido perdiendo centralidad como condicionante de la actividad económica y de los mercados financieros. En términos de actividad, la evolución ha sido en general favorable gracias al proceso de reapertura económica, aunque desacompasada y desigual a nivel global. Por su parte, el repunte de la inflación ha sido una de las sorpresas más destacables del año y uno de los factores más importantes de mercado. Los elevados niveles alcanzados por la inflación acabaron provocando un giro en la política monetaria, primero en muchos países emergentes y posteriormente en los países desarrollados. En conjunto, 2021 ha sido un año positivo para los mercados financieros.

Evolución del COVID-19

La pandemia ha seguido estando presente a lo largo de 2021. Los países se enfrentaron a sucesivas olas de contagios y a la aparición de nuevas variantes del virus, que añadieron incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia. El avance en el proceso de vacunación, que ganó impulso a partir del primer trimestre, no consiguió erradicar la pandemia, pero sí que tuvo efectos positivos para conseguir reducir la tasa de hospitalizaciones y fallecidos, haciendo más gestionable las consecuencias de la misma. Así, las medidas de contención impuestas fueron más limitadas a medida que se producían nuevas olas, aunque algunas dirigidas a la población no vacunada sí que fueron más restrictivas en los últimos meses del año, con el objetivo de incrementar el porcentaje de población vacunada.

La efectividad de las vacunas hizo que se convirtieran en la principal herramienta para el control de la pandemia, aunque su distribución en el mundo ha sido muy desigual. Así, mientras que en las economías desarrolladas ya se estaban distribuyendo terceras dosis de refuerzo a finales de año, en muchos países emergentes no se habían alcanzado porcentajes satisfactorios de población con la pauta de vacunación inicial de dos dosis.



Ello dejó a estos países en una situación vulnerable, siendo el origen de variantes del virus que luego se propagaron a nivel global, como la Delta (India) o la Ómicron (Sudáfrica). Esta última variante fue la causante de una nueva ola de contagios a nivel global en el tramo final de

2021, que llevó el número de nuevos casos diarios detectados a niveles máximos de toda la pandemia, aunque la presión sobre el sistema sanitario conseguía mantenerse a cierre de año más contenida que en las olas previas.

La inflación ha sorprendido al alza y se ha situado en niveles elevados en muchos países.

Actividad económica e inflación

La evolución económica global ha sido, en general, favorable en 2021, destacando en positivo los países desarrollados. Ello ha sido así por los efectos positivos del mayor control de la pandemia, la reapertura de las economías y los elevados estímulos fiscales introducidos. Las últimas olas de contagio afectaron de forma limitada a la demanda. Por contra, las políticas de COVID-cero en Asia - principalmente en China - paralizaron parcialmente procesos productivos y de transporte, lo que afectó a las cadenas de producción internacionales.

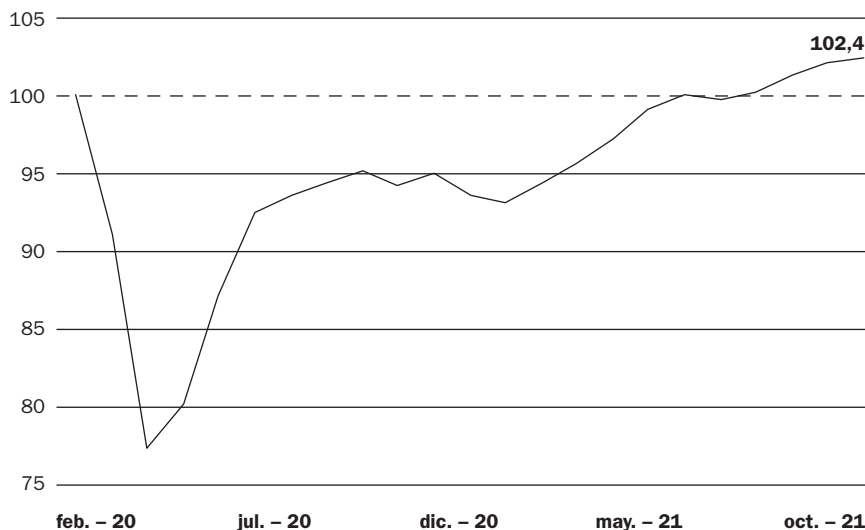
En la zona euro, el PIB habrá crecido alrededor de un 5,0 % en 2021, situándose en torno a los niveles pre-COVID. La actividad se ha visto apoyada, además de por la campaña de vacunación, por unas condiciones de financiación favorables y el tono expansivo de la política fiscal, favorecida esta por la puesta en marcha del programa Next Generation EU (NGEU). Por su parte, los problemas en las cadenas de producción globales y las diferentes olas de contagios limitaron el crecimiento económico. En el ámbito político, destacó la llegada al poder en Italia de M. Draghi, expresidente del Banco Central Europeo (BCE), y la formación en Alemania de un nuevo gobierno de

coalición integrado por el SPD, Los Verdes y los liberales, con un enfoque más constructivo en términos de integración europea que el anterior ejecutivo. En Reino Unido, la economía también mostró un importante crecimiento en el conjunto del año, destacando el buen comportamiento del mercado laboral y del sector inmobiliario. El Brexit acentuó las disrupciones en las cadenas de suministros provocadas por la pandemia. Tras el acuerdo comercial alcanzado a finales de 2020 entre Reino Unido y la Unión Europea (UE), las tensiones sobre la parte que afecta al protocolo de Irlanda del Norte requirieron cierta flexibilización de los términos del acuerdo. La problemática en torno a este protocolo no se ha cerrado. En Estados Unidos, el extraordinario apoyo de la política fiscal y monetaria permitió que la economía experimentase una recuperación robusta y que la actividad volviese al nivel pre-COVID en el segundo trimestre. En el ámbito fiscal se aprobó un nuevo paquete de estímulo en el primer trimestre, equivalente a casi un 9 % del PIB y que incluía, entre otras cosas, ayudas directas a familias y pequeñas empresas. Posteriormente, se puso foco en promover la inversión en infraestructuras con el fin de impulsar el crecimiento potencial.

La economía española ha mostrado una evolución favorable, con el número de ocupados situándose por encima del nivel previo a la crisis.

En España, el PIB habrá crecido en 2021 alrededor de un 5 %, después de retroceder más de un 10 % el año previo. En los primeros compases de año la economía mostró debilidad por las medidas restrictivas adoptadas para combatir la tercera ola del COVID. La situación mejoró posteriormente con el avance en el proceso de vacunación y la progresiva apertura de la economía. En el tramo final del año, el incremento de los precios energéticos, los cuellos de botella en las cadenas de valor globales y la expansión de la variante Ómicron del coronavirus limitaron el crecimiento de la actividad. Respecto al mercado laboral, la ocupación mostró una evolución favorable a lo largo del año y recuperó los niveles previos a la pandemia. En materia de política económica, en el mes de marzo se aprobaron medidas para reforzar la solvencia de las

empresas por un importe de 11 mil millones de euros (ayudas directas, ayudas para la reestructuración de la deuda financiera avalada y creación de un fondo de recapitalización de pymes). A mediados de año, la Comisión Europea (CE) aprobó el Plan de Recuperación de España asociado a los fondos NGEU, a partir del cual se prevén recibir unos 70 mil millones de euros en forma de transferencias en los próximos años. Por último, destaca la nueva reforma laboral, que incorpora un nuevo sistema de ERTE permanente y que pretende limitar la temporalidad. También hubo una reforma del sistema de pensiones, a partir de la cual se vuelve a usar el IPC como mecanismo de revalorización y se introducen incentivos para retrasar la edad de jubilación.



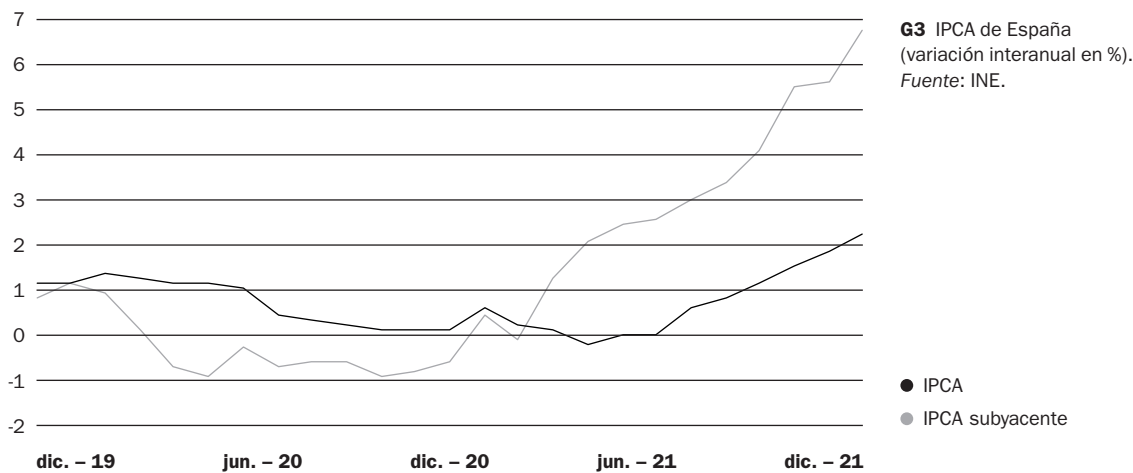
G2 Afiliación efectiva (sin ERTE) a la Seguridad Social en España. Febrero 2020 = 100.
Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones

En las economías emergentes, algunos países recuperaron los niveles de PIB pre-COVID—entre ellos algunos latinoamericanos—después de que China lo hiciera ya a finales de 2020. En todo caso, la evolución económica en muchos de estos países ha sido débil. Ello es así por las peores condiciones sanitarias, el impacto de la pandemia en el sector turístico global, la menor capacidad de perpetuar los estímulos económicos de estos países y el impacto habido en términos de pobreza y desigualdad. Además, en el caso de China, el consumo ha continuado débil por las políticas de COVID-cero, a lo que se ha sumado el impacto negativo del ajuste del sector inmobiliario y del refuerzo regulatorio promovido por las autoridades y dirigido a reducir los desequilibrios económicos y financieros. Ante la amenaza de que estos desarrollos pudieran afectar de forma sistémica a la economía china, y dada la importante desaceleración sufrida en el último tramo del año, las autoridades adoptaron un discurso más laxo con el objetivo de “estabilizar” la economía en 2022. Por último, México ha destacado en positivo por las escasas vulnerabilidades fiscales, financieras y político-sociales en comparación con otros países de Latinoamérica, así como por su elevada vinculación con Estados Unidos.

La inflación adquirió durante 2021 un creciente protagonismo. Esta sorprendió al alza y se situó en cotas muy elevadas en algunos casos. El repunte de precios fue el resultado de varias fuerzas. En primer lugar, la rápida recuperación de la demanda, canalizada en mayor medida hacia la adquisición de bienes, se encontró con una oferta relativamente inelástica y con dificultades para ajustarse, lo que llevó a la aparición de cuellos de botella en algunos sectores (p.ej. transporte naval y semiconductores). Por otra parte, las disrupciones de oferta provocadas por los cierres de producción en Asia, la escasez de mano de obra en algunos ámbitos (como el sector logístico y el primario) y determinados eventos climáticos propiciaron problemas de abastecimiento y contribuyeron al repunte de precios. Por último, es de destacar la contribución de las materias primas a la inflación tras haber experimentado el mayor avance en sus precios en 40 años. En la segunda parte del

año, Europa experimentó un shock energético derivado de una elevada demanda de energía y de cuestiones geopolíticas. De esta forma, el precio del gas natural en Europa alcanzó niveles sin precedentes históricos. Por su parte, el petróleo destacó con un incremento del 50 % anual, el mayor avance desde 2016, mientras que los metales industriales tuvieron el mejor comportamiento desde la crisis financiera. Las materias primas agrícolas también registraron avances máximos en una década, lo que impulsó el precio de los alimentos a nivel global.

En la zona euro, la inflación aumentó de forma casi ininterrumpida a lo largo del año y, en diciembre, el IPCA se situó en el 5,0 % interanual, máximo desde el inicio de la serie en 1997. La mayor parte de la subida se explicó por el componente energético, a raíz del fuerte incremento del precio del gas natural. La reversión de la bajada del IVA en Alemania también fue un factor que contribuyó a mantener la inflación en niveles elevados. El componente subyacente también aumentó, aunque en mucha menor medida. En España, el repunte de la inflación también estuvo muy determinado por la energía y, en particular, por el aumento del precio de la electricidad. La electricidad representó alrededor del 40 % del aumento experimentado por el IPCA en 2021 y lo impulsó a tasas máximas desde 1992 (dic-21: 6,6 % interanual). En Estados Unidos, la inflación se situó en diciembre en niveles máximos en 40 años. Las presiones inflacionistas han sido muy generalizadas por partidas, destacando algunas con efectos más persistentes como los alquileres. Además, han empezado a observarse presiones salariales destacadas a raíz de la escasez de mano de obra.



Política monetaria

El contexto de mayor inflación ha propiciado un giro en la política monetaria de los bancos centrales.

Los principales bancos centrales han mantenido una política monetaria acomodaticia, aunque han empezado a avanzar en su estrategia de salida de las medidas de estímulo aplicadas durante la pandemia, especialmente en la segunda mitad de año con el entorno de elevada inflación.

En la zona euro, el BCE redujo el ritmo de compra de activos a través del PEPP (programa implementado durante la pandemia) y confirmó que lo finalizará en marzo de 2022. Tras el fin del PEPP, el BCE incrementará temporalmente el QE tradicional. Por otra parte, señaló que las condiciones especiales aplicadas a las TLTRO III (tipo mínimo del -1,00 %) no se prolongarán más allá de junio de 2022. En relación con la inflación, el banco central ha mantenido que el repunte de la misma tiene un carácter temporal, aunque se observó una creciente preocupación por parte de sus miembros. De este modo, el BCE ha insistido en que es poco probable que suba los tipos de interés en 2022. Por último, el banco central presentó su nueva estrategia de política monetaria. El BCE adoptó un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo y reconoció que puede permitir, de forma temporal, inflaciones moderadamente por encima del mismo. El objetivo es simétrico, lo que quiere decir que el BCE “considera las desviaciones por debajo y por encima del 2 % como igual de indeseables”. El banco central también indicó que la estabilidad financiera es una condición indispensable para la estabilidad de precios.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed), tras haber cumplido con su objetivo de inflación y dada la robusta recuperación del mercado laboral, inició el *tapering* de

sus compras de activos en noviembre. Además, anunció una aceleración del mismo en su última reunión del año y pasó a pronosticar tres subidas de tipos en 2022 y un total de ocho hasta finales de 2024. Todo ello en un contexto en el que la Fed dejó de calificar la inflación como un fenómeno “transitorio”.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE) subió el tipo de interés de referencia en diciembre en 15 puntos básicos (pb), hasta el 0,25 %, en respuesta al importante repunte de la inflación y al tensionamiento del mercado laboral. Además, el BoE finalizó en diciembre la implementación de su programa de compra de activos. Por último, anunció que dejará de reinvertir los vencimientos de su programa de activos cuando el tipo rector se sitúe en el 0,50 % y que comenzará con ventas activas cuando el tipo rector se sitúe en el 1,00 %.

En los países emergentes, las subidas de tipos fueron agresivas y generalizadas, a ritmos de más de 100 pb en algunos países. Esto respondió al repunte de la inflación y a los temores de un desanclaje de las expectativas sobre la misma. En el caso de México, el banco central incrementó el tipo oficial 150 pb en total, acelerando el ritmo de subidas en el tramo final del año, hasta situarlo en el 5,50 %. En algunos países (como Chile o Brasil), los tipos oficiales acabaron el año claramente por encima de los niveles COVID. Las principales excepciones a esta política fueron China, donde las autoridades adoptaron un tono más laxo ante el deterioro económico, y Turquía, donde el banco central redujo el tipo oficial haciendo caso omiso a la creciente inflación.

Mercados financieros

Los mercados financieros globales se han continuado viendo apoyados por las medidas económicas implementadas por las diferentes autoridades tras el estallido de la crisis del COVID-19, la puesta en marcha del proceso de vacunación y la recuperación económica. En este contexto de condiciones financieras laxas y mayor control de la pandemia, los activos de riesgo presentaron, por lo general, un buen comportamiento y los diferenciales corporativos cerraron el año en niveles cercanos o inferiores a los de antes del estallido de la crisis del COVID-19. En negativo, destacaron algunos mercados asiáticos ante el mayor escrutinio regulatorio sobre algunos sectores por parte de las autoridades chinas y los problemas que presentó el sector inmobiliario en ese país. Además, se evidenciaron algunas vulnerabilidades de los mercados de capitales, como las relativas a la reducida liquidez y profundidad de algunos mercados en momentos de mayor incertidumbre o la toma de riesgos excesivos, evidenciada, por ejemplo, con un uso elevado de productos derivados por parte de los inversores minoristas.

La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de los principales países desarrollados experimentó importantes repuntes en 2021 (78 pb en Reino Unido, 60 pb en Estados Unidos y 39 pb en Alemania) a partir del proceso de vacunación, de un entorno de mayor inflación, del giro de los bancos centrales y de la recalibración por parte del mercado de las expectativas de subidas de los tipos de interés oficiales. La incertidumbre propiciada por las variantes del virus Delta y Ómicron y los problemas del sector inmobiliario en China constituyeron un freno en el movimiento al alza de la rentabilidad. Los tipos de interés finalizaron el año en niveles todavía reducidos desde una perspectiva histórica (1,51 % en Estados Unidos, -0,18 % en Alemania y 0,97 % en Reino Unido).

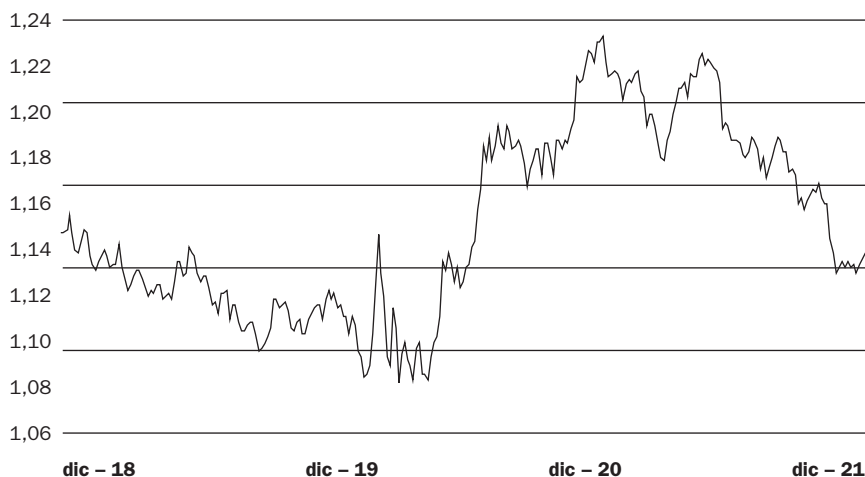
Las primas de riesgo soberanas periféricas finalizaron 2021 en unos niveles algo superiores al año anterior, ante la recalibración del mercado sobre las futuras subidas de tipos por parte del BCE y la confirmación de que el PEPP finalizará en marzo de 2022. En cualquier caso, se mantuvieron en niveles contenidos, apoyadas por las compras de activos por parte del BCE, la puesta en marcha del NGEU, la llegada de M. Draghi al gobierno de Italia y las mejoras de *rating* de la deuda del país trasalpino.



G4 Rentabilidad de la deuda pública española a 10 años. En %.
Fuente: Bloomberg.

Respecto a las divisas de países desarrollados, destacó la elevada fortaleza del dólar, que en su cruce frente al euro se apreció casi un 7 %. Ello ocurrió en un contexto de recuperación económica desigual y desacompañada por la escasez de vacunas y la menor capacidad de los países emergentes de adquirirlas. Además, las nuevas variantes del COVID siguieron infundiéndole temor en los mercados por la repercusión que podrían tener sobre la recuperación económica. Por último, y sobre todo a partir de verano, el dólar se vio apoyado por el tono menos acomodaticio de la Fed y la perspectiva de mayor divergencia de su política monetaria comparada con la del BCE. La libra esterlina, en su cruce frente al euro, se apreció casi un 6 %. A ello contribuyó el rápido avance del programa de vacunación británico, así como la actitud y actuación

del BoE. Las tensiones en torno al Brexit y al protocolo de Irlanda del Norte posiblemente impidieron una mayor apreciación.



G5 Dólares por euro.
Fuente: Bloomberg.

Los mercados de renta variable en los países desarrollados registraron una evolución positiva, apoyados por el carácter acomodaticio de los bancos centrales y el contexto de recuperación económica. La mayor parte de índices bursátiles europeos y estadounidenses consiguieron cerrar el año con revalorizaciones de entre el 15 % y el 30 %, alcanzando en muchos casos nuevos máximos históricos. A pesar de los avances generalizados de los principales índices, siguió existiendo una diferenciación por sectores, con aquellos más afectados por la pandemia presentando todavía un peor comportamiento relativo. El IBEX 35 se quedó rezagado, registrando sólo una subida del 8 % y cotizando todavía en niveles inferiores a los de antes de la pandemia.

En los mercados financieros de los países emergentes, las primas de riesgo soberanas se desplazaron al alza, especialmente en el último tramo del año, en un contexto en el que se evidenció la peor posición relativa de estas economías por: (i) el menor control de la pandemia; (ii) las agresivas subidas de tipos de interés llevadas a cabo, que pueden amenazar la incipiente recuperación económica; (iii) las debilidades económicas y financieras en China; y (iv) las vulnerabilidades fiscales y/o financieras en países emergentes como Brasil o Turquía. Además, las rentabilidades en deuda doméstica repuntaron y, con la excepción del yuan, las divisas tendieron a depreciarse, destacando el caso de la lira turca, que perdió más del 40 % de su valor frente al dólar.

Entorno del sector financiero

Entorno del sector bancario

El sector bancario global se ha mostrado resiliente a la crisis del COVID-19. Los bancos han seguido estando bien capitalizados tras la pandemia en términos agregados. En las principales economías desarrolladas, la ratio de capital CET1 se mantendría, según las autoridades, por encima de los mínimos requeridos por la regulación, incluso en un escenario adverso. La favorable situación de la solvencia y la menor incertidumbre en relación con el COVID-19 han llevado a la Fed, al BCE y al BoE a volver a permitir a los bancos repartir dividendos y recomprar acciones, tras no permitírsele tras el estallido de la pandemia. Por su parte, la rentabilidad del sector bancario ha recuperado niveles pre-pandemia, si bien se ha mantenido en niveles estructuralmente bajos. En términos de liquidez, las TLTRO III han supuesto un importante apoyo y han contribuido a apoyar la concesión de crédito a la economía real.

La mora no se ha comportado en esta crisis como es habitual en un ciclo recesivo, gracias, entre otras cosas, a la respuesta rápida y decidida de la política económica. La ratio de morosidad agregada en la zona euro se redujo en el primer semestre hasta el 2,4 % y la entrada de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*) ha sido moderada durante el año. A pesar de la resiliencia de la calidad de los activos, los sectores más afectados por la pandemia, como el de alojamiento y restauración y el de ocio, han registrado un deterioro más significativo. Por otro lado, el ritmo de provisiones se ha moderado tras el esfuerzo realizado en 2020, aunque las autoridades han seguido recomendando cautela. En todo caso, la liberación de provisiones ha venido siendo heterogénea entre países y entidades, con los bancos españoles, italianos y franceses como los más cautos. El impacto en términos de morosidad de los préstamos con moratoria o con garantía pública ha sido limitado.

Respecto al sector bancario español, el Banco de España (BdE) ha señalado que la pandemia ha confirmado

El sector bancario global se ha mostrado resiliente a la crisis del Covid-19 y se ha ido recuperando paulatinamente en 2021.

la necesidad de abordar los desafíos estructurales del sector: (i) la generación de volumen de negocio rentable en un entorno de tipos de interés bajos; (ii) la creciente competencia de empresas tecnológicas; (iii) el incremento de los ciber-riesgos; y (iv) los potenciales efectos negativos asociados a los riesgos climáticos.

Estabilidad financiera y política macroprudencial

A lo largo de 2021, las autoridades financieras han manifestado que los riesgos a la estabilidad financiera a nivel global se han ido reduciendo gracias a la recuperación económica. En todo caso, sostienen que dichos riesgos se mantienen elevados y centrados en la recuperación incompleta de algunos sectores, la persistencia de cuellos de botella globales, el repunte de la inflación, el elevado endeudamiento público y privado, las estrechas valoraciones de algunos activos y el aumento de la asunción de riesgos por parte del sector financiero no bancario.

La crisis derivada del COVID-19 ha puesto de manifiesto que el importante crecimiento del sector financiero no bancario durante los últimos años y la ausencia de regulación han favorecido la acumulación de vulnerabilidades en este sector. Esas vulnerabilidades estructurales y las interconexiones entre el sector financiero no bancario y el sector bancario suponen un riesgo para la estabilidad financiera. Ello ha llevado a que las principales autoridades regulatorias, tanto globales como europeas, hayan puesto el foco durante 2021 en desarrollar el marco regulatorio y macroprudencial para el sector financiero no bancario, centrados en la gestión de la liquidez, de los vencimientos, del apalancamiento y del riesgo de duración.

En Europa, las autoridades han comenzado a hacer pública su preocupación por el dinamismo del mercado inmobiliario en algunos países. En el segmento residencial, esta preocupación ha estado centrada en los países con vulnerabilidades pre-pandemia en ese sector (por ejemplo, Alemania), y en el segmento comercial el foco se ha puesto en la ausencia de recuperación de los activos de menor calidad. En este contexto, el BCE ha recomendado a las autoridades nacionales la adopción de políticas macroprudenciales en el sector inmobiliario. El Banco de Inglaterra, por su parte, ha indicado que evaluará la posible retirada de una de las medidas restrictivas sobre el crédito hipotecario vigentes desde 2014.

El COVID-19 ha supuesto un reto para la política macroprudencial, que además ha complementado a las

políticas fiscal y monetaria. Una vez que las perspectivas sobre la recuperación económica se han vuelto favorables, varias autoridades macroprudenciales europeas han mostrado su intención de comenzar a reconstruir los colchones de capital liberados. El Banco de Inglaterra ha confirmado que aumentará el colchón de capital anticíclico (CCyB) del 0 % al 1 % a finales de 2022, para disponer de margen de maniobra en caso de que se cristalicen riesgos a la baja y la economía necesite el apoyo del sector financiero. En Francia, la autoridad de estabilidad financiera ha apuntado que podría empezar pronto la normalización del CCyB, mientras que en España se ha mantenido en el 0 %, porque el BdE considera que las vulnerabilidades sistémicas cíclicas no están aumentando.

Siguiendo en España, el BdE ha desarrollado tres nuevas herramientas macroprudenciales para las entidades de crédito cuyo objetivo es mitigar el riesgo sistémico y que podrán ser activadas a partir de 2022: (i) componente sectorial del colchón de capital anticíclico; (ii) límites a la concentración sectorial; y (iii) límites y condiciones a la concesión de préstamos.

Unión Bancaria y Unión de Mercados de Capitales

Los avances en términos de construcción europea han sido limitados en 2021, en un contexto de año electoral en Alemania. No obstante, el nuevo gobierno alemán se ha mostrado más abierto a avanzar en la finalización de la Unión Bancaria y la Unión de Mercados de Capitales (UMC).

El acceso a los mercados de capitales primarios europeos continuó expandiéndose en la primera mitad de 2021, aunque el mercado de titulaciones se ha reducido en los últimos tres años. En paralelo, la CE ha adoptado un paquete legislativo que incluye medidas en el contexto del plan de acción de la UMC presentado en 2020. Los principales objetivos son mejorar el acceso a la financiación de las pymes, ampliar las oportunidades de inversión para los inversores minoristas y potenciar la integración de los mercados de capitales.

Entorno regulatorio y supervisor

En el segundo año de COVID-19, las autoridades han ido retomando la normalidad regulatoria y supervisora. Los

eventos más destacados incluyen: (i) el inicio del proceso, en octubre, para la trasposición de Basilea III a la regulación europea; (ii) el fin de las restricciones al reparto de dividendos y la recompra de acciones por parte de los bancos de las principales economías desarrolladas; y (iii) la vuelta a la realización de *stress test* al sector bancario.

Las autoridades y la industria han estado embarcadas durante 2021 en asegurar que la transición de los índices de referencia, tras el cese de la publicación de gran parte de los Libor y del Eonia el 31 de diciembre, no provoque disrupciones en los mercados financieros. Además, se ha confirmado que el administrador del índice de referencia Libor deberá publicar en 2022 el Libor en libras esterlinas y en yenes japoneses a 1, 3 y 6 meses con metodología sintética basada en los tipos libres de riesgo a plazo. Estos seis ajustes del Libor sólo estarán disponibles para su uso en algunos contratos ya existentes (*legacy*) y no para su uso en nuevos contratos.

Brexit

Respecto al Brexit, los avances han sido limitados tras la firma del MoU (Memorandum of Understanding) a principios de 2021. La UE ha sostenido una posición de que las equivalencias en materia de regulación financiera se mantendrán, mientras que Reino Unido ha asumido que no habrá un acuerdo más ambicioso y ha comenzado a estudiar la posible revisión de su regulación, además de aumentar el foco en convertirse en un *hub* verde y digital.

Retos para el sector bancario

En cuanto a la sostenibilidad, ha seguido aumentando el escrutinio, tanto del mercado como de las autoridades, sobre la incorporación de los riesgos climáticos por parte del sector bancario. Al mismo tiempo, ha continuado el desarrollo del marco normativo de finanzas sostenibles, centrado, por el momento, en la divulgación de información. De esta forma, el sector financiero tendrá que hacer frente, en los próximos años, a la implementación de un importante volumen de nueva regulación relacionada con las finanzas sostenibles. La aprobación de la taxonomía de actividades medioambientalmente sostenibles ha sido un importante hito para la UE en 2021, igual que lo será la realización del *stress test* climático del BCE en 2022. Respecto a España, la aprobación de la Ley de Cambio Climático y Transición Energética ha supuesto un refuerzo para la estrategia de descarbonización del país y mayores requerimientos de información climática para el sector financiero.

La pandemia ha acelerado los procesos de digitalización, dando lugar a diversos focos de atención. Por un lado, la entrada de las *Bigtech* en servicios financieros lleva a que el sector bancario insista en una regulación que atienda al principio de “misma actividad, mismo riesgo, misma regulación”. Por su parte, se ha extendido la visión de que las tecnologías de los criptoactivos tienen

gran potencial disruptivo y que, aunque de momento no supongan un riesgo sistémico, su rápido crecimiento hace necesario que se aceleren los esfuerzos por regularlos. Por último, autoridades e industria financiera han alertado que los ciberataques han aumentado tanto en frecuencia como en sofisticación como consecuencia de la creciente digitalización.

Visión 2022

Cabe esperar para 2022 una evolución económica favorable a nivel global en un contexto en que el COVID debería seguir perdiendo centralidad como condicionante de la actividad económica y de los mercados financieros.

La inflación podría permanecer elevada en los próximos meses influida por aspectos como las disrupciones todavía existentes en las cadenas globales de producción y los precios de la energía. El mayor control de la pandemia debería aliviar algunas de las presiones inflacionistas.

En términos de política económica, es previsible que los bancos centrales avancen en su estrategia de salida. Se espera que la Fed implemente varias subidas de tipos de interés en el año, mientras que el BCE podría esperar algo más de tiempo.

Respecto a los mercados financieros, cabe esperar que las condiciones financieras prevalezcan relativamente laxas. En todo caso, se pueden producir episodios puntuales de volatilidad ante los riesgos al alza en la inflación y el giro de los bancos centrales.

En España se prevé que la economía también muestre un buen comportamiento a partir del progresivo control de la pandemia, el uso de los fondos europeos NGEU y un entorno de tipos de interés todavía reducidos.

Dentro del entorno financiero, se esperan avances en el marco regulatorio global sobre actividades vinculadas con los criptoactivos.