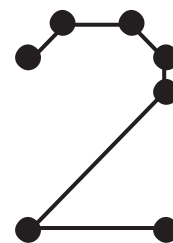


Entorn econòmic, sectorial i regulador



41	Entorn econòmic i financer
47	Entorn del sector financer
50	Visió 2023

L'any 2022 va estar marcat pel conflicte bèl·lic a Ucraïna i la crisi energètica a Europa, mentre que la COVID-19 va anar perdent importància progressivament.

Entorn econòmic i financer

El 2022 va estar marcat pel conflicte bèl·lic a Ucraïna, la crisi energètica a Europa, les noves sorpreses a l'alça en la inflació, les pujades de tipus dels bancs centrals i la gestió de la COVID-19 a la Xina. Tots aquests factors van suposar un deteriorament progressiu del *mix* de creixement i inflació, i van situar moltes economies en una situació d'estagflació en el tram final de l'any. La COVID-19 va anar perdent rellevància com a condicionant de l'economia i els mercats financers en un context en què es va anar confirmant la menor gravetat de les últimes variants del virus. La majoria dels països es van moure cap a una fase endèmica de la COVID-19, tot i que la Xina en va ser l'excepció principal. En general, el 2022 va ser un any molt negatiu per als actius financers, tant de renda variable com de renda fixa.

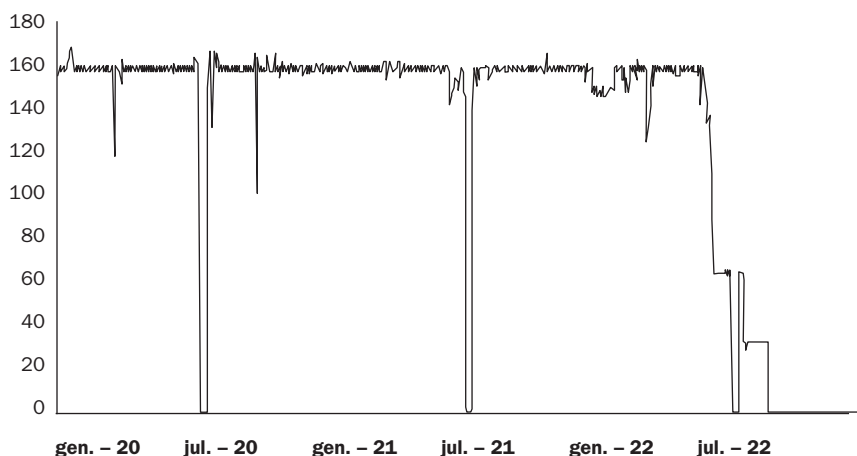
Conflicte a Ucraïna

El conflicte bèl·lic entre Rússia i Ucraïna va ser un dels esdeveniments principals de l'any per als mercats financers. A finals de febrer Rússia va envair Ucraïna. En els primers compassos de la guerra, Rússia va ser capaç d'ocupar importants territoris d'Ucraïna, però després de l'estiu les tropes ucraïneses van dur a terme una contraofensiva que els va permetre recuperar part del territori ocupat. Com a resposta, Rússia es va annexionar les regions ocupades per les seves tropes a través de la celebració de referèndums en aquestes regions i va amenaçar amb l'ús d'armes nuclears. La resposta dels països occidentals davant l'agressió russa va ser contundent, ja que van imposar sancions econòmiques i financeres sense precedents a Rússia i no van

reconèixer l'annexió d'aquests territoris ucraïnesos per part de Rússia.

En l'àmbit energètic, Rússia va anar reduint de mica en mica el subministrament de gas a Europa, fins que a principis de setembre va tallar totalment i de manera indefinida el flux de gas a través del Nord Stream 1, que uneix Alemanya i Rússia. Això va incrementar els temors al fet que es produïssin importants racionaments energètics durant l'hivern, amb conseqüències nefastes per a l'economia europea, i també va provocar un increment sense precedents del preu del gas natural, que es va situar en màxims històrics. En aquest context, els països europeus van anar adoptant diferents mesures per reduir la dependència energètica de Rússia. Així doncs, es va reduir el consum de gas i es van incrementar les importacions de gas natural liquat. Això, juntament amb un clima més càlid del que és normal a la tardor, va permetre que els països europeus poguessin incrementar les reserves de gas natural de cara a l'hivern, fins a gairebé assolir el 100% de la seva capacitat.

Els països europeus també van anunciar diferents mesures per protegir les famílies i les empreses de l'increment significatiu del preu de l'energia. Entre les mesures, destaquen impostos especials sobre les empreses energètiques, la recaptació de les quals s'utilitzarà per compensar els consumidors, i topalls sobre el preu del gas i l'electricitat.



G1 Fluxos de gas rus a través del Nord Stream 1 (milers m³/dia).
Font: Bloomberg

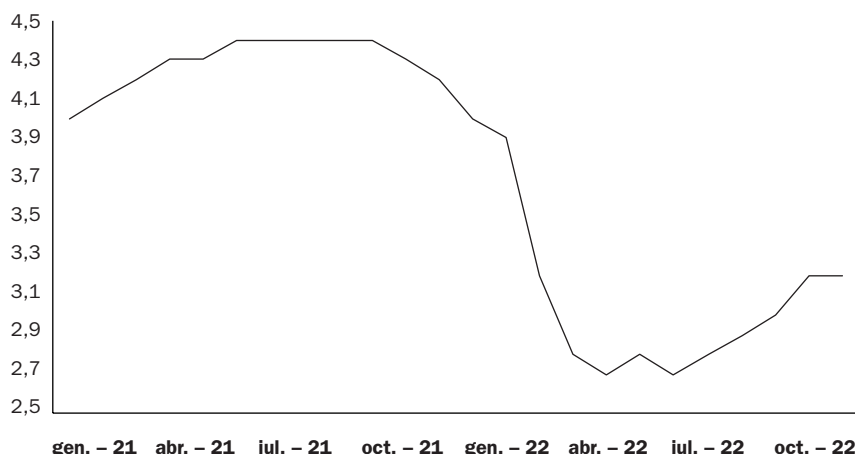
Activitat econòmica i inflació

L'evolució econòmica global es va anar deteriorant al llarg de l'any arran de les conseqüències del conflicte a Ucraïna, la persistència d'una inflació elevada i el tensionament de les condicions financeres. Els països europeus van ser els més afectats pel conflicte a causa dels vincles existents amb Rússia i de l'elevada dependència energètica respecte a aquest país. Per part seva, els Estats Units es van mostrar més resilient a les conseqüències del conflicte, tot i que l'activitat en aquest país també se'n va començar a ressentir, fruit de les pujades de tipus d'interès i l'elevada inflació.

A la zona euro, l'activitat va mostrar una evolució robusta a la primera meitat d'any, impulsada per la

reobertura econòmica post-COVID i el turisme. Tanmateix, l'economia es va veure llastrada en el darrer tram de l'any, a causa dels elevats preus de l'energia, els temors a un racionament energètic i l'enduriment de la política monetària. Al Regne Unit, l'activitat també es va alentir al llarg de l'any davant l'augment de la inflació, les pujades dels tipus d'interès i el deteriorament de la confiança de les llars, amb el PIB contraient-se el tercer trimestre del 2022. Als Estats Units, el PIB del primer semestre va mostrar un comportament negatiu llastrat pel comerç exterior i l'acumulació d'inventaris, mentre que el consum i el mercat laboral es van mantenir sòlids. Al tram final de l'any ja es va començar a observar una marcada desacceleració de la demanda domèstica com a resultat del ràpid increment dels tipus d'interès. Aquest tensionament també va començar a afectar negativament el sector immobiliari del país.

L'evolució econòmica global es va anar deteriorant al llarg de l'any, fins a situar moltes economies en una situació d'estancament a finals d'any.

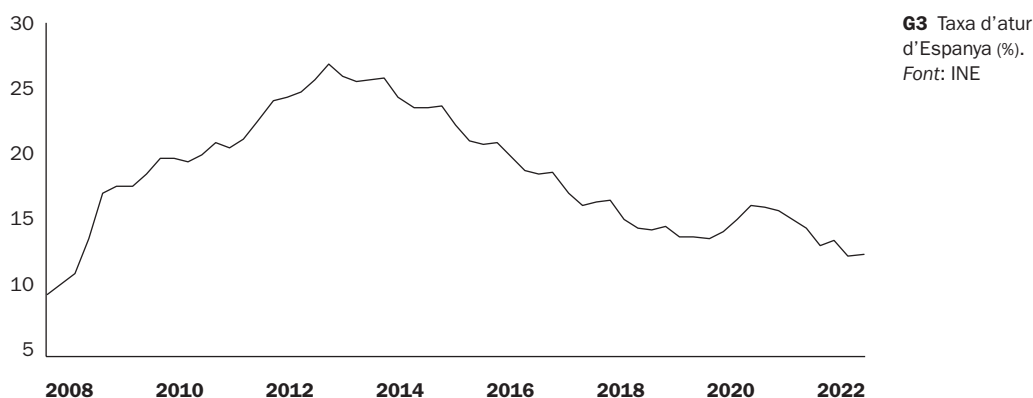


G2 Previsions de creixement econòmic de la zona euro per al 2022 (variació interanual, %).
Font: Consensus Economics

A Espanya, l'inici de l'any va estar marcat per la propagació de la variant òmicron del coronavirus, que, tot i no suposar la imposició de restriccions rigoroses, va afectar negativament la confiança dels agents econòmics i l'activitat. Posteriorment, l'inici del conflicte a Ucraïna va deteriorar novament el sentiment econòmic i va implicar un augment de les pressions inflacionistes, que ja s'observaven des del 2021. Malgrat tot, l'economia espanyola va recuperar dinamisme al llarg del segon trimestre del 2022, amb una resiliència especial del mercat laboral, que es va veure recolzat per la reobertura de l'economia i la recuperació de les activitats relacionades amb el turisme. Durant el tercer trimestre del 2022, la incertesa va afectar la inversió, especialment en construcció, alhora que l'empitjorament de la situació dels socis comercials va deteriorar el creixement de les exportacions. Tot i la persistent inflació,

el consum privat va mostrar un bon comportament, recolzat per les mesures governamentals per fer front a la crisi energètica que es van anar aprovant des de l'inici del conflicte a Ucraïna. El mercat laboral va reflectir l'alentiment de l'activitat el tercer trimestre del 2022, encara que es va mantenir relativament sòlid els darrers mesos de l'any, i la taxa d'atur va seguir en mínims des del 2008.

L'economia espanyola es va mostrar relativament resilient, tot i que també va patir una desacceleració de l'activitat.



Al llarg de l'any el Govern espanyol va prorrogar i desplegar noves mesures per fer front a la crisi energètica i a l'elevada inflació que se'n va derivar. Entre aquestes mesures van destacar les ampliacions dels bons socials elèctric i tèrmic, l'augment de l'ingrés mínim vital o els ajuts sectorials directes a empreses. Amb aquestes mesures també es van reduir els impostos relacionats amb l'electricitat, es va bonificar el consum de carburants i es va posar en marxa l'anomenat mecanisme ibèric per poder fixar el preu del gas que es fa servir per generar electricitat.

En termes de política econòmica també cal destacar els avenços en el desplegament dels fons europeus Next Generation. En aquest sentit, el 2022 es va accelerar de manera clara la publicació de convocatòries d'ajudes i licitacions, malgrat que l'adjudicació i l'execució d'aquests fons va quedar per sota del que esperava el Govern. En va ser un exemple la resolució d'una de les licitacions més importants dels Projectes Estratègics per a la Recuperació i Transformació Econòmica (PERTE), la del vehicle elèctric, en què només es van acabar adjudicant un 30% dels fons disponibles. Tot i això, el Govern va continuar complint les fites i reformes acordades amb la Comissió Europea per rebre els desemborsaments planificats.

Les economies emergents es van mostrar resilient als desenvolupaments del conflicte a Ucraïna, l'elevada inflació, el ràpid tensionament monetari i la fortaleza del dòlar. Això va respondre, en certa manera, al fet que el tensionament monetari en aquests països va començar abans que a les economies desenvolupades, fet que va suposar un suport per a les divises emergents en termes generals. També els va beneficiar l'increment del preu de les matèries primeres, en tractar-se de països eminentment exportadors d'aquests productes. Tanmateix, van persistir els riscos en les economies amb uns fonaments més febles. En el cas de la Xina, l'economia va quedar totalment condicionada per la política de COVID zero. Les mesures de confinament van suposar un llast clar per a l'activitat,

cosa que va provocar que l'economia creixés clarament per sota de l'objectiu del Govern xinès. En aquest context, les autoritats del país van anar anunciant diferents mesures per donar suport a l'activitat, i a finals d'any, i després de protestes importants per part de la ciutadania, el Govern xinès va abandonar pràcticament aquesta política de COVID zero. A Mèxic, l'activitat es va mostrar resilient a les conseqüències del conflicte, gràcies a la seva exposició limitada a Ucraïna. El país es va veure afavorit per la guerra comercial dels Estats Units amb la Xina, que li va permetre un fort impuls del comerç i les relacions amb els Estats Units. Així mateix, l'activitat es va veure suportada per la millora en les cadenes de subministraments globals, que va recolzar la recuperació de la producció, així com un creixement del consum sustentat en elevats nivells d'estalvi acumulats durant la pandèmia, el fort impuls de les remeses i la fortaleza del mercat laboral. D'aquesta manera, Mèxic va aconseguir recuperar els nivells de PIB pre-COVID el tercer trimestre del 2022, molt abans del que s'esperava.

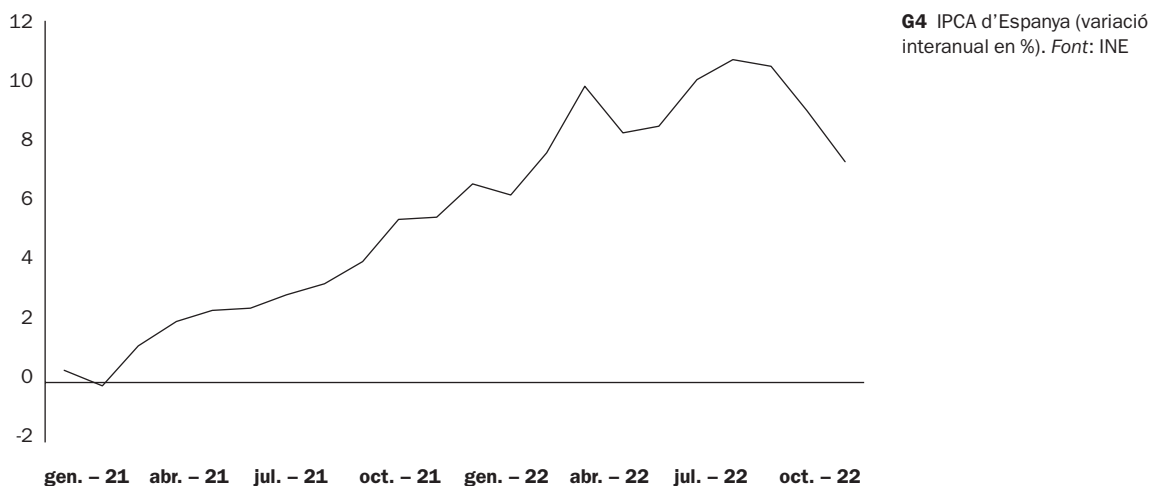
La inflació va ser la principal variable macroeconòmica d'interès el 2022. Durant bona part de l'any, aquesta va sorprendre a l'alça i va repuntar fins a nous màxims de diverses dècades a les principals economies desenvolupades, mentre que les pressions inflacionistes es van anar generalitzant per components. El conflicte a Ucraïna va provocar un important encariment de l'energia i les matèries primeres, a més de noves disruptions en algunes cadenes productives, arran de les sancions imposades a Rússia per part dels països occidentals. Per la seva banda, les cadenes de subministrament globals també es van veure afectades per la política de COVID zero de la Xina la primera meitat de l'any.

La inflació va ser la principal variable macroeconòmica d'interès el 2022, després d'arribar a màxims de diverses dècades.

A la zona euro, la inflació va assolir màxims històrics, impulsada especialment pel preu de l'energia i els aliments, encara que al llarg de l'any les pressions inflacionistes es van generalitzar per components. Al Regne Unit, la inflació va aconseguir màxims des de començaments dels anys 80. Van destacar especialment els repunts dels preus de l'energia i el transport, però els augments de preus significatius van ser generalitzats a totes les partides. L'important tensionament del mercat laboral i un creixement dels salaris, que es va situar substancialment per sobre dels nivells pre-COVID, també van contribuir a la inflació elevada. De la mateixa manera, als Estats Units la inflació va registrar màxims en quatre dècades, amb unes àmplies pressions inflacionistes per components. A més, la

fortalesa del mercat laboral i el sòlid creixement dels salaris van limitar una ràpida moderació de la inflació, malgrat el fort tensionament monetari implementat.

A Espanya, la inflació va mostrar una tendència a l'alça fins a l'agost i es va situar en màxims des del 1984. L'augment de la inflació va ser derivat en un primer moment de l'augment dels preus energètics, especialment els de l'electricitat, que posteriorment es van filtrar a una quantitat més gran de productes. El preu dels aliments també va experimentar un augment significatiu, alhora que la recuperació del turisme va impulsar els preus durant el tercer trimestre del 2022. En els darrers mesos de l'any la inflació es va començar a moderar a causa dels efectes base i de les pressions més baixes en els preus energètics.



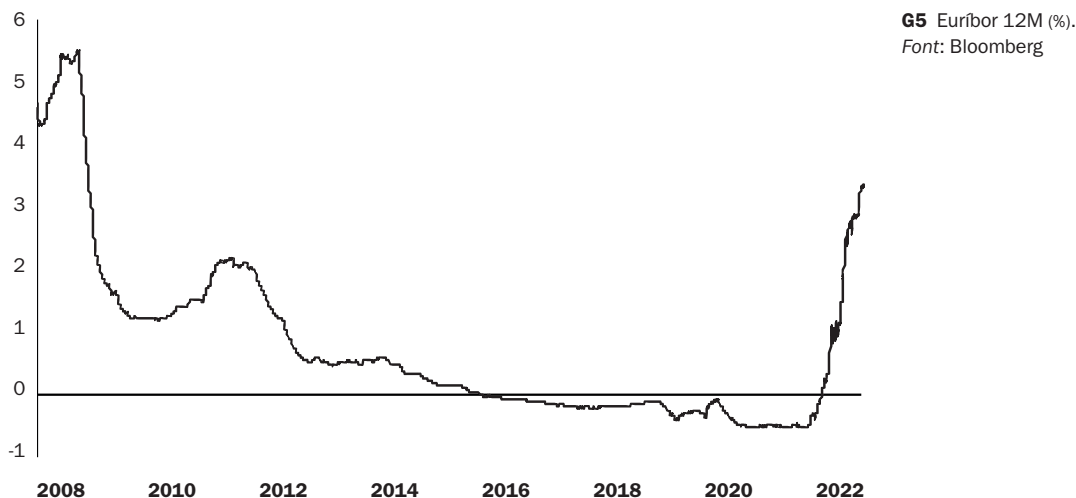
Política monetària

Els bancs centrals es van centrar en la lluita contra la inflació, i van deixar en segon pla els senyals de desacceleració econòmica i les caigudes en els mercats financers. D'aquesta manera, les autoritats monetàries van dur a terme pujades de tipus d'interès generalitzades, en concordança amb les elevades cotes que va assolir la inflació.

El context d'inflacions històricament elevades va propiciar una pujada de tipus d'interès generalitzada.

A la zona euro, el Banc Central Europeu va fer passos significatius per normalitzar la seva política monetària. Així doncs, va incrementar els tipus d'interès en 250 punts bàsics fins ara, i va situar el tipus de dipòsit en terreny positiu per primera vegada des del 2012. De fet, va dur a terme la pujada de tipus més important de la seva història

(75 punts bàsics) durant dues reunions consecutives. Així mateix, el Banc Central Europeu va donar per finalitzats els programes de compres d'actius i va anunciar que a la primavera del 2023 començaria a deixar de reinvertir part dels actius que vencin.



Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) va iniciar el cicle de pujades més agressiu en diverses dècades i va incrementar el rang del tipus d'interès oficial en 425 punts bàsics fins al 4,25%-4,50% en només vuit mesos, incloent-hi quatre pujades consecutives de 75 punts bàsics. Així mateix, la Fed es va mostrar disposada a mantenir els tipus en nivells clarament restrictius durant un temps. Alhora, la Fed va iniciar a mitjans d'any el seu programa de reducció del balanç.

Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra (BoE), que ja havia iniciat el cicle de pujades al desembre de 2021, va pujar els tipus en totes les reunions de política monetària del 2022, de manera que va incrementar gradualment la magnitud d'aquestes pujades de tipus i va donar lloc al cicle de pujades més agressiu de les darreres dècades. El BoE també va deixar de reinvertir els venciments dels programes de compra d'actius de deute públic al març, i va iniciar vendes actives a partir del novembre. Entre el setembre i l'octubre el BoE va haver de fer algunes intervencions d'emergència en el mercat de deute públic a llarg termini per protegir l'estabilitat financera, i més concretament ajudar indirectament els fons de pensions. Tot això es va produir després dels importants moviments de la rendibilitat del deute públic que van tenir lloc amb la presentació d'un projecte de pressupost que preveia importants baixades d'impostos (*mini-budget*) i que va portar a la caiguda del Govern de Liz Truss.

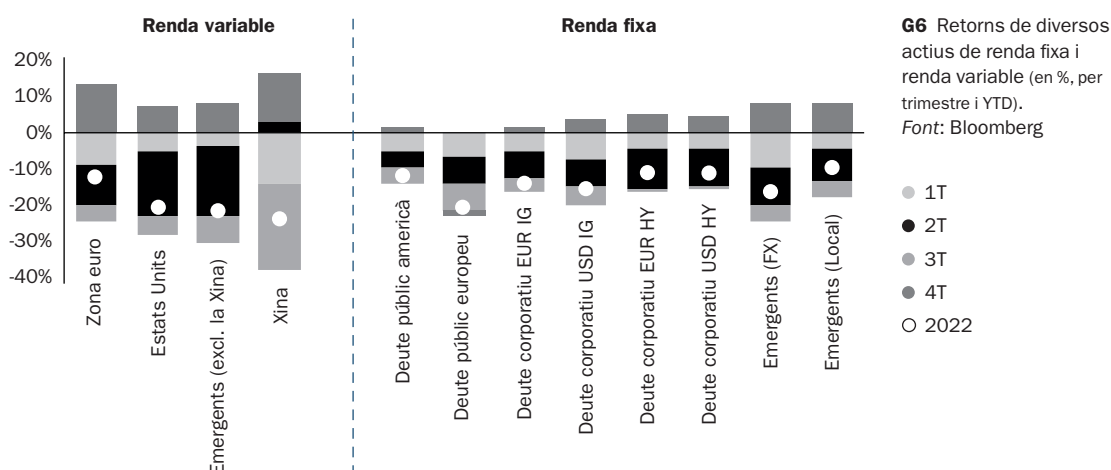
Als països emergents les pujades de tipus agressives i generalitzades van continuar el 2022. En el cas de Mèxic, el banc central (Banxico) va continuar amb el cicle de pujades de tipus que havia iniciat el 2021, accelerant-lo i emulant els moviments de la Fed. Així doncs, el Banxico va situar el tipus oficial en el 10,50%, de manera que va acumular 650 punts bàsics de pujades en poc més d'un any, i aquest va ser un màxim històric i el nivell restrictiu més

alt des que Banxico havia establert un esquema d'objectius d'inflació el 2008. Mentrestant, en altres països emergents (com el Brasil o Colòmbia) els bancs centrals van començar a senyalitzar un final del cicle restrictiu imminent, després de situar els tipus en nivells màxims dels darrers 10 i 20 anys, respectivament. Les principals excepcions a aquesta política van ser la Xina, el banc central de la qual va mantenir un to acomodaticí, relaxant les reserves de liquiditat, utilitzant i creant noves facilitats de liquiditat i implementant mesures de suport al crèdit empresarial, i Turquia, on el banc central va reduir el tipus oficial fent cas omís a l'elevada inflació domèstica, els registres de la qual es van situar per sobre del 80% interanual.

Mercats financers

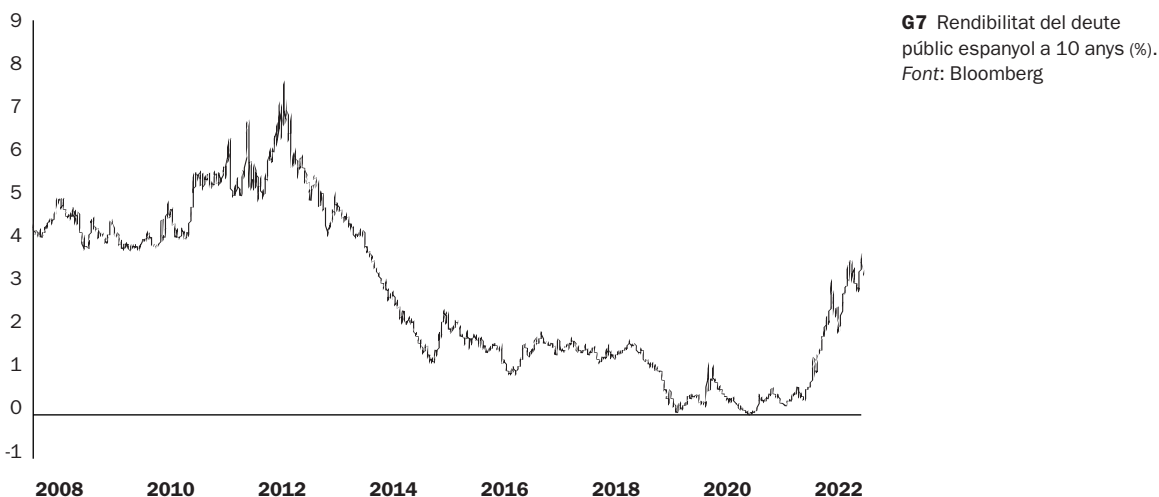
Els mercats financers es van veure especialment afectats per les pujades de tipus d'interès a escala global, així com pel conflicte a Ucraïna i la continuïtat de la política de COVID zero a la Xina, que van provocar un fort deteriorament de les perspectives de creixement econòmic. El 2022, gran part dels actius financers van registrar pèrdues voluminoses. La volatilitat en els mercats va ser especialment elevada a causa del fort *repricing* en mercats dels tipus d'interès oficials. Així mateix, les condicions de liquiditat i profunditat es van situar en mínims des de la Crisi Financera Global, cosa que va exacerbar els moviments en els mercats. Les primes corporatives i perifèriques van registrar repunts destacats, i es van situar en nivells no vistos des de la pandèmia. Per part seva, l'euro es va depreciar de manera destacada respecte al dòlar, fins a nivells no vistos des del 2002.

La rendibilitat del deute públic a llarg termini va repuntar més de 200 punts bàsics a banda i banda de l'Atlàntic, i va assolir nivells que no s'observaven des del 2008 en el cas dels Estats Units i des del 2011 en el cas d'Alemanya. L'increment de la rendibilitat va estar influït majoritàriament per l'elevada inflació i les pujades de tipus d'interès dels bancs centrals. Al Regne Unit, la presentació del pla fiscal més expansiu des del 1972 va propiciar un fort *sell-off* del deute britànic després de l'estiu, cosa que va causar importants problemes de liquiditat en alguns fons de pensions i va obligar el BoE a intervenir en el mercat de deute públic. Aquest moviment es va desfer gairebé íntegrament posteriorment, quan el Govern de Liz Truss va dimitir i Rishi Sunak, el nou primer ministre, va anunciar un pla fiscal més ortodox.



Les primes de risc sobiranes perifèriques també van repuntar al llarg de l'any, però es van mantenir en nivells continguts. L'increment del diferencial va estar influït per la retirada de les mesures acomodaticies del BCE, encara que l'anunci posterior d'un programa de compra d'actius que es podria activar en cas d'emergència va contenir el repunt de les primes. En el cas d'Itàlia, l'increment de la prima de risc també es va veure afectat temporalment pel soroll polític més elevat derivat de l'avançament electoral que va posar fi al govern liderat per Mario Draghi, expresident del BCE. Aquestes eleccions les va guanyar la coalició de centredreta amb Giorgia Meloni, de Germans d'Itàlia,

al capdavant de l'executiu. La línia proeuropea i de responsabilitat fiscal del nou executiu italià va reduir la incertesa i va tranquil·litzar els mercats financers.



Pel que fa a les divises de països desenvolupats, el dòlar es va revaluar de manera generalitzada fins a màxims de diverses dècades. La divisa nord-americana es va veure beneficiada per la postura agressiva de la Fed, la crisi energètica a Europa i les preocupacions sobre el creixement econòmic global. En l'encreuament amb l'euro, el dòlar es va arribar a revaluar un 16%, fins a assolir nivells no vistos des del 2002. Posteriorment, l'abandonament de la política de COVID zero per part de la Xina i les pujades de

tipus del BCE van permetre aturar la depreciació de l'euro. La lliura esterlina, en l'encreuament amb l'euro, es va depreciar gradualment des de mitjans del segon trimestre del 2022 a mesura que es va anar evidenciant l'impacte de la inflació i de les pujades de tipus sobre l'activitat al Regne Unit. La lliura també es va veure particularment afectada de manera puntual durant l'episodi del *mini-budget* a finals de setembre.



G8 Dòlars per euro.
Font: Bloomberg

Els mercats de renda variable van registrar un comportament especialment negatiu, il·lustrats per les fortes pujades de tipus d'interès i les notícies negatives al voltant del conflicte a Ucraïna i les perspectives de creixement econòmic global. La major part dels índexs borsaris globals van registrar, el 2022, pèrdues importants. Per exemple, l'STOXX 600 va registrar una reculada de gairebé el 13% respecte al tancament de l'any anterior (encara que aquest va arribar a superar el -20%), mentre que l'S&P 500 va registrar una correcció del 19% (que va arribar a superar el -25%). Es tracta de les pèrdues més importants en un any des del 2018 i el 2008, respectivament. L'IBEX 35, que l'any passat ja havia quedat més endarrerit, va patir una caiguda inferior el 2022, del -5,6%.

En els mercats financers dels països emergents, les primes de risc sobiranes es van desplaçar lleugerament a l'alça davant els temors d'una recessió global com a resultat del fort tensionament de les condicions financeres, però es van mantenir allunyades dels pics màxims. Les rendibilitats en deute domèstic van repuntar fins a màxims en diverses dècades. El fet que el tensionament monetari en els emergents comencés abans que a les economies desenvolupades va suposar un suport per a les divises emergents en termes generals. El *peso* mexicà es va mostrar més resiliència fins i tot que altres divises emergents, gràcies a les pujades de tipus d'interès de Banxico.

Per la seva banda, els criptoactius van continuar guanyant un protagonisme creixent davant els col·lapses significatius durant l'any d'importants actors en aquest ecosistema. Va destacar el col·lapse de la *stablecoin* TerraUSD al maig, que va desencadenar que importants fons d'inversió com Three Arrows Capital o la plataforma Celsius s'acabessin declarant en fallida, així com que al

novembre la quarta plataforma d'intercanvi de criptoactius més important a escala global, FTX, també s'acabés declarant en fallida després d'haver tractat d'acudir al rescat d'altres plataformes. Aquests episodis, juntament amb les pujades dels tipus d'interès dels bancs centrals, van portar a caigudes importants en la cotització de bona part dels criptoactius durant el 2022. Afortunadament, l'impacte d'aquests episodis va quedar contingut en l'ecosistema *cripto* i no es va traslladar al sistema financer tradicional, en part perquè l'oferta dels serveis financers en l'ecosistema *cripto* encara era reduïda i perquè les interconnexions entre tots dos sistemes encara eren limitades. En tot cas, les autoritats van advertir que és urgent la regulació dels criptoactius, perquè podrien créixer de manera ràpida i podrien augmentar les interconnexions amb el sistema financer tradicional i arribar a representar un risc sistèmic per a l'estabilitat financera.

Entorn del sector financer

Entorn del sector bancari

En relació amb el sector bancari global, l'esclat de la guerra a Ucraïna va portar alguns bancs amb més exposició a Ucraïna i a Rússia a reduir la seva exposició en aquests països i a augmentar provisions, encara que, en general, l'exposició agregada de la banca internacional en aquestes economies era reduïda des del principi. Al llarg de tot l'any, els bancs, en general, van continuar capitalitzats adequadament. A les principals economies desenvolupades, la ràtio de capital CET1 es va mantenir per sobre dels

mínims que requereix la regulació i, segons les autoritats, caldria esperar que es mantingués així fins i tot en un escenari advers. Les pujades de tipus d'interès per part dels bancs centrals van afavorir els resultats dels bancs, malgrat que, alhora que van augmentar els ingressos per interessos, també es van encarir els costos del finançament. Així, la rendibilitat del sector bancari va superar els

nivells prepanedèmia. En termes de liquiditat, les TLTROs III van continuar suposant un important suport, encara que els anuncis del BCE sobre l'enduriment de les condicions de les TLTROs van portar els bancs a planejar-ne una devolució anticipada, havent d'introduir canvis en les seves estructures de finançament a partir de llavors.

El sector bancari global va mantenir la solidesa i es va veure beneficiat per l'abandonament dels tipus d'interès negatius, en un context en què no s'ha materialitzat un deteriorament de les carteres de crèdit.

En la crisi de la COVID la mora no es va comportar com és habitual en un cicle recessiu, gràcies, entre altres coses, a la resposta ràpida i decidida de la política econòmica. La ràtio de morositat agregada a la zona euro es va reduir els nou primers mesos del 2022 fins a l'1,8%, mentre que a Espanya va baixar fins al 2,7%, i l'entrada de préstecs en vigilància especial (*stage 2*) va ser moderada durant l'any. Tot i la resiliència de la qualitat dels actius, les exposicions a algunes empreses dels sectors més afectats pel repunt dels preus de l'energia van registrar un cert deteriorament. Pel que fa a les provisions, les autoritats van continuar recomanant cautela a causa del repunt de la inflació i de les perspectives de deteriorament de l'activitat. També van assenyalar que el comportament de la mora durant la COVID-19 no s'havia de prendre com a referència i que, amb el context actual i especialment tenint en compte les pujades dels tipus d'interès, hi havia el risc de repunt de la mora a partir d'aleshores.

Pel que fa al sector bancari espanyol, el Banc d'Espanya (BdE) va assenyalar que les entitats bancàries afronten el context actual (de desacceleració econòmica, elevada inflació i extraordinària incertesa) amb uns nivells de solvència superiors als que hi havia abans de la pandèmia, així com amb unes ràtios de morositat inferiors. També va apuntar que la rendibilitat va recuperar el nivell prepanedèmia (ROE del 10,5% fins al setembre del 2022) i es troba per sobre del cost de capital mitjà (7%). A més, el nivell de capital de les entitats va superar el que s'havia observat prepanedèmia. Tot i això, el context actual augmenta els riscos d'un deteriorament de la qualitat del crèdit i d'un enduriment addicional de les condicions de finançament. El Banc d'Espanya va advertir que és esperable que es produeixin translacions més importants de l'increment dels tipus d'interès de referència al cost dels dipòsits i que els augments dels costos de finançament de llars i empreses i la desacceleració dels seus ingressos afecti la seva capacitat de pagament, fet que podria elevar els costos bancaris en termes de dotacions per deterioraments financers. Per tot això, va recomanar una política prudent de planificació de

provisions i de capital, que permeti destinar l'increment de beneficis que s'està produint a curt termini a augmentar la capacitat de resistència del sector per poder afrontar millor les possibles pèrdues que es produiran a mitjà termini derivades de l'evolució negativa del creixement econòmic.

Estabilitat financera i política macroprudencial

Al llarg del 2022, les autoritats financeres van manifestar que els riscos a l'estabilitat financera a escala global van anar augmentant a causa de l'elevat risc geopolític, que comporta una gran incertesa, així com els riscos d'inflació més elevada i el risc de recessió econòmica. També van mostrar preocupació pels tipus d'interès més alts, que van contribuir a un enduriment substancial de les condicions financeres i que podrien impactar sobre la capacitat del servei del deute del sector privat. A més, la caiguda dels preus dels actius i la volatilitat als mercats, juntament amb futurs xocs, tenen el potencial d'amplificar les vulnerabilitats associades amb la valoració dels actius, l'endeutament de les llars i les empreses, el palanquejament del sector financer i els riscos de finançament.

Les autoritats financeres van manifestar que els riscos a l'estabilitat financera es van incrementar arran del context geopolític i econòmic.

L'important creixement del sector financer no bancari (SFNB) durant els darrers anys i l'absència d'un marc regulador complet van continuar afavorint l'acumulació de vulnerabilitats en aquest sector. Aquestes vulnerabilitats estructurals i les interconnexions entre l'SFNB i el sector bancari suposen un risc per a l'estabilitat financera. Diversos episodis al llarg de l'any van posar de manifest la sensibilitat de l'SFNB davant de xocs (per exemple, fons de pensions del Regne Unit). Al llarg del 2022 les autoritats van mostrar una preocupació especial per determinats fons d'inversió *open-ended*, que van acumular exposicions al risc en els darrers anys i que comptaven amb posicions de liquiditat molt ajustades. Tot i que a Espanya, els fons d'inversió mantenien unes posicions de liquiditat més àmplies, les autoritats van considerar que tant els fons d'inversió espanyols com els bancs es podrien veure afectats per exposicions i correccions en aquests segments en què es van acumular riscos. Els avenços, a escala global i europea, en el desenvolupament del marc regulador i macroprudencial per a aquest sector van ser escassos el 2022.

A Europa, les autoritats van continuar expressant la preocupació per l'impacte del dinamisme del mercat immobiliari sobre l'estabilitat financera d'alguns països, si bé cap a finals d'any van considerar que hi havia senyals de canvi de tendència en l'evolució del sector. En el segment residencial, aquesta preocupació va estar centrada en els països amb vulnerabilitats pre pandèmia en aquest sector (per exemple, Alemanya), i en el segment comercial el focus es va posar en l'absència de recuperació dels actius de menys qualitat. En aquest context, el BCE va recomanar a les autoritats nacionals l'adopció de polítiques macroprudencials en el sector immobiliari.

La COVID-19 va suposar un repte per a la política macroprudencial, que, a més, va complementar les polítiques fiscal i monetària. La revisió del marc a escala europea, que podria estar finalitzada el 2023, podria suposar una recalibració dels coixins de capital. Alhora, diversos països van començar a reconstruir els coixins de capital alliberats, a fi de disposar de marge de maniobra en cas que es cristal·litzin riscos a la baixa i les economies necessitin el suport del sector financer. El Regne Unit, França i Alemanya van anunciar increments del coixí de capital anticíclic (CCB, per les sigles en anglès) entre el 0,5% i l'1%. A Espanya, es va mantenir en el 0%, perquè el BdE va considerar que els desequilibris es van mantenir continguts i l'activació del CCB podria arribar a ser procíclica i frenar la concessió de crèdit.

Unió bancària i unió de mercats de capitals

Els avenços en termes de construcció europea van ser limitats el 2022, en un context de guerra a Ucraïna i d'important repunt dels preus energètics i de la inflació. Els esforços es van centrar a prendre mesures que mitiguessin els impactes del context actual.

La reunió de l'Eurogrup del juny de 2022 es va saldar amb un acord per treballar en la compleció de la unió bancària, el pas més immediat de la qual és enfortir el marc comú per a la gestió de crisis bancàries i sistemes nacionals de garantia de dipòsit (marc CMDI). Posteriorment, es revisarà l'estat de la unió bancària i s'identificaran, amb el màxim consens possible, més mesures sobre la resta dels elements de la unió bancària. El projecte del Fons de Garantia de Dipòsits Europeu (EDIS), de moment, està paralitzat. L'Eurogrup també va mostrar el seu compromís amb el fet de fer progressos en la unió de mercats de capitals.

Tot i aquesta paralització en la integració bancària europea, les autoritats financeres de la regió van manifestar la conveniència d'avançar en la integració financera europea i van remarcar els efectes positius de les fusions transfrontereres.

Reptes per al sector bancari

La sostenibilitat va tenir un lloc important en l'agenda dels supervisors el 2022. Els resultats del test d'estrès climàtic del BCE van mostrar que la majoria dels bancs encara no tenia un marc de test d'estrès i que n'hi havia molts que encara no incloïen el risc climàtic en els seus models de crèdit o en la concessió de crèdit. També van posar de manifest l'elevada dependència dels ingressos dels bancs de les empreses intensives en emissions de gasos d'efecte hivernacle, l'impacte heterogeni dels riscos físics sobre els bancs de la zona euro i la manca d'estratègies robustes davant dels riscos de transició. Els resultats no van tenir un impacte directe sobre els requeriments de capital. Un altre exercici realitzat pel BCE va ser la revisió sobre el compliment dels bancs amb les expectatives supervisors, el resultat del qual va posar de manifest que els bancs encara no gestionaven adequadament els riscos climàtics i ambientals en línia amb el que requereix el BCE. Com a conseqüència, el BCE va establir una sèrie de dates límit perquè els bancs compleixin aquestes guies a finals del 2024. Per la seva banda, als Estats Units, la Fed va anunciar que el 2023 durà a terme el primer test d'estrès climàtic als grans bancs. Les dades sobre riscos climàtics

van continuar sent, el 2022, un dels principals reptes i, tot i que es van fer progressos en la publicació d'informació, es va mantenir la necessitat de millorar la transparència.

L'agenda reguladora sobre riscos climàtics va tenir alguns avenços, però s'intensificarà el 2023, quan l'Autoritat Bancària Europea publicarà l'informe final sobre el rol dels riscos climàtics en el marc prudencial i es coneixeran les primeres versions dels estàndards europeu i global per a la publicació d'informació sobre sostenibilitat.

Els processos de digitalització es van continuar accelerant i van donar lloc a diversos focus d'atenció. D'una banda, malgrat l'entrada de les *bigtech* en serveis financers i la insistència del sector bancari que es necessita una regulació que es basi en el principi de "mateixa activitat, mateix risc, mateixa regulació", els avenços en aquest sentit van ser molt limitats. També va concentrar una important preocupació la proliferació dels ciberatacs, tant en freqüència com en gravetat.

En l'àmbit regulador de la digitalització, es van produir avenços significatius, amb la regulació sobre els criptoactius (MiCA) a la UE, l'aprovació definitiva de la qual s'espera de manera imminent, i el tractament prudencial dels criptoactius per part dels bancs del Comitè de Basilea, que serà favorable només per a actius tradicionals "tokenitzats" i per a *stablecoins* adequadament garantides i regulades. En qualsevol cas, els avenços reguladors en aquestes àrees continuen sent escassos i calen més esforços per regular-los a escala global.

Pel que fa a les divises digitals de bancs centrals, els projectes van anar avançant, sobretot a la Xina i a la zona euro, mentre que als Estats Units es troben en una fase més incipient. En particular, el BCE va fer públiques algunes de les característiques que s'està plantejant en el disseny de l'euro digital, com ara les limitacions a les seves tinençes i la necessitat de crear-lo prou atractiu perquè els agents econòmics l'adoptin, encara que sense que amenaci la viabilitat d'altres innovacions privades. També es van produir avenços importants en projectes que estudien les possibilitats d'interoperabilitat entre divises digitals dels diferents bancs centrals, en gran part liderades des del Banc Internacional de Pagaments (BIS, per les sigles en anglès).

Visió 2023

Per al 2023 cal esperar una preocupació més elevada pel creixement econòmic. Un cop es va materialitzant progressivament l'impacte dels darrers esdeveniments (crisi energètica i pujades de tipus), s'espera un entorn d'estancament econòmic i fins i tot xifres negatives en alguns països durant uns trimestres. Així doncs, la zona euro i els Estats Units podrien experimentar una lleu recessió econòmica. Per contra, la reobertura econòmica de la Xina suposarà un suport per a l'activitat global. El context serà especialment complex per als països emergents, a causa, entre altres factors, dels tipus d'interès elevats.

La inflació encara es podria mantenir en nivells elevats durant bona part del 2023 per la crisi energètica a Europa i per factors domèstics al Regne Unit i als Estats Units, com la situació dels mercats laborals i els salaris. Les expectatives d'inflació no es desancorarien gràcies a la resposta dels bancs centrals.

En termes de política econòmica, és previsible que els bancs centrals mantinguin una actitud ortodoxa i, atès l'elevat nivell d'inflació, situïn i mantinguin els tipus d'interès en nivells per sobre de la neutralitat monetària i avancin en les polítiques de reducció dels balanços.

Pel que fa als mercats financers, cal esperar que les condicions financeres es mantinguin tensionades, després del que s'ha observat el 2022. En tot cas, s'espera més estabilitat en les rendibilitats del deute públic a llarg termini, que també es veuran afectades pel focus d'atenció més elevat sobre el creixement econòmic. Les primes perifèriques es podrien mantenir relativament contingudes.

Espanya es veuria més salvaguardada que la resta d'Europa en aquest entorn, i per això podria experimentar un entorn relativament més favorable. Les tres palanques principals de creixement seran la robustesa dels balanços dels agents (famílies i empreses), la normalització de les dinàmiques de creixement dels sectors més afectats per la pandèmia (com el turisme) i l'ús dels fons europeus Next Generation. Les mesures governamentals per contrarestar l'augment dels preus energètics també poden donar suport a l'activitat.

Dins l'entorn financer, s'esperen avenços en el marc regulador global sobre activitats vinculades als criptoactius.