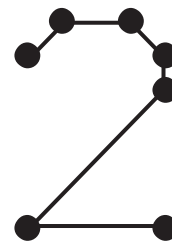


Entorno económico, sectorial y regulatorio



41	Entorno económico y financiero
47	Entorno del sector financiero
50	Visión 2023

El año 2022 vino marcado por el conflicto bélico en Ucrania y la crisis energética en Europa, mientras que el COVID-19 fue perdiendo importancia progresivamente.

Entorno económico y financiero

2022 vino marcado por el conflicto bélico en Ucrania, la crisis energética en Europa, las nuevas sorpresas al alza en la inflación, las subidas de tipos de los bancos centrales y la gestión del COVID-19 en China. Todos estos factores supusieron un progresivo deterioro del mix de crecimiento e inflación, situando a muchas economías en una situación de estanflación en el tramo final del año. El COVID-19 fue perdiendo relevancia como condicionante de la economía y los mercados financieros en un contexto en el que se fue confirmando la menor gravedad de las últimas variantes del virus. La mayoría de los países se movieron hacia una fase endémica del COVID-19, siendo China la principal excepción. En general 2022 fue un año muy negativo para los activos financieros, tanto de renta variable como de renta fija.

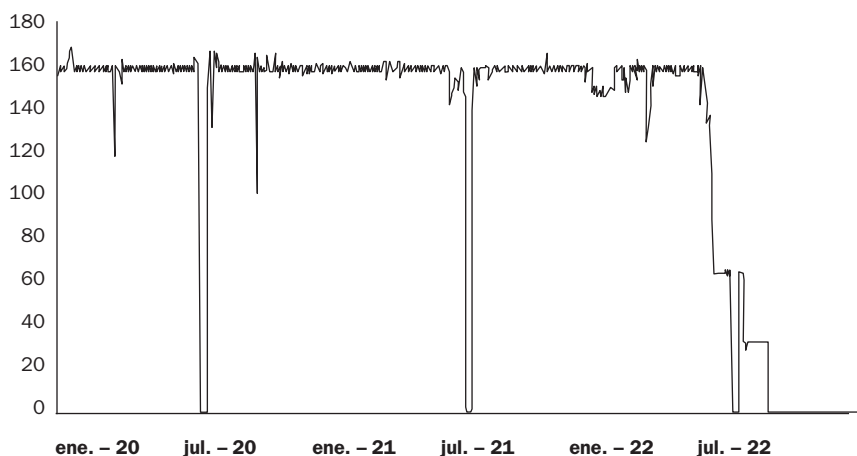
Conflicto en Ucrania

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania fue uno de los principales eventos del año para los mercados financieros. A finales de febrero Rusia invadió Ucrania. En los primeros compases de la guerra, Rusia fue capaz de ocupar importantes territorios de Ucrania, pero después del verano las tropas ucranianas llevaron a cabo una contraofensiva que les permitió recuperar parte del territorio ocupado. Como respuesta, Rusia se anexionó las regiones ocupadas por sus tropas a través de la celebración de referéndums en esas regiones y amenazó con el uso de armas nucleares. La respuesta de los países occidentales ante la agresión rusa fue contundente al imponer sanciones económicas y financieras sin precedentes a Rusia y al no

reconocer la anexión de esos territorios ucranianos por Rusia.

En el plano energético, Rusia fue reduciendo paulatinamente el suministro de gas a Europa, hasta que a principios de septiembre cortó totalmente y de forma indefinida el flujo de gas a través del Nord Stream 1 que une Alemania y Rusia. Ello incrementó los temores a que se produjeran importantes racionamientos energéticos durante el invierno, con consecuencias nefastas para la economía europea, y también provocó un incremento sin precedentes del precio del gas natural, que se situó en máximos históricos. En este contexto, los países europeos fueron adoptando diferentes medidas para reducir la dependencia energética de Rusia. Así, se redujo el consumo de gas y se incrementaron las importaciones de gas natural licuado. Ello junto con un clima más cálido de lo normal en otoño permitió que los países europeos pudieran incrementar sus reservas de gas natural de cara al invierno, hasta casi alcanzar el 100% de su capacidad.

Los países europeos también anunciaron diferentes medidas para proteger a las familias y empresas del significativo incremento del precio de la energía. Entre las medidas, destacan impuestos especiales sobre las empresas energéticas, cuya recaudación será utilizada para compensar a los consumidores, y topes sobre el precio del gas y la electricidad.



G1 Flujos de gas ruso a través del Nord Stream I (millones m³/día). Fuente: Bloomberg.

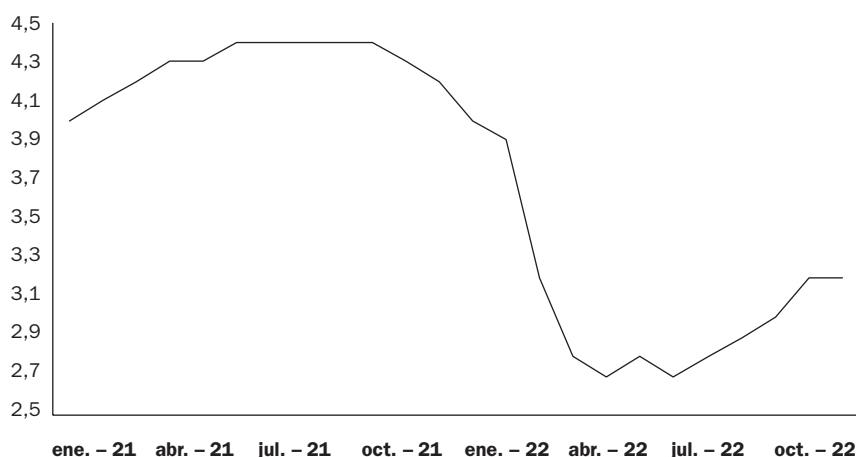
Actividad económica e inflación

La evolución económica global se fue deteriorando a lo largo del año, a raíz de las consecuencias del conflicto en Ucrania, la persistencia de una inflación elevada y el tensionamiento de las condiciones financieras. Los países europeos fueron los más afectados por el conflicto debido a los mayores vínculos existentes con Rusia y a la elevada dependencia energética respecto a este país. Por su parte, Estados Unidos se mostró más resiliente a las consecuencias del conflicto, aunque la actividad en este país también empezó a resentirse, fruto de las subidas de tipos de interés y la elevada inflación.

En la zona euro, la actividad mostró una evolución robusta en la primera mitad de año, impulsada por la reapertura económica post-COVID y el turismo. La

economía, sin embargo, se vio lastrada en último tramo del año, debido a los elevados precios de la energía, los temores a un racionamiento energético y el endurecimiento de la política monetaria. En Reino Unido, la actividad también se fue ralentizando a lo largo del año ante el aumento de la inflación, las subidas de los tipos de interés y el deterioro de la confianza de los hogares, con el PIB contrayéndose en el tercer trimestre de 2022. En Estados Unidos, el PIB del primer semestre mostró un comportamiento negativo lastrado por el comercio exterior y la acumulación de inventarios, mientras que el consumo y el mercado laboral se mantuvieron sólidos. En el tramo final del año ya se empezó a observar una marcada desaceleración de la demanda doméstica como resultado del rápido incremento de los tipos de interés. Este tensionamiento también comenzó a afectar negativamente al sector inmobiliario del país.

La evolución económica global se fue deteriorando a lo largo del año, hasta situar a muchas economías en una situación de estancamiento a finales de año.

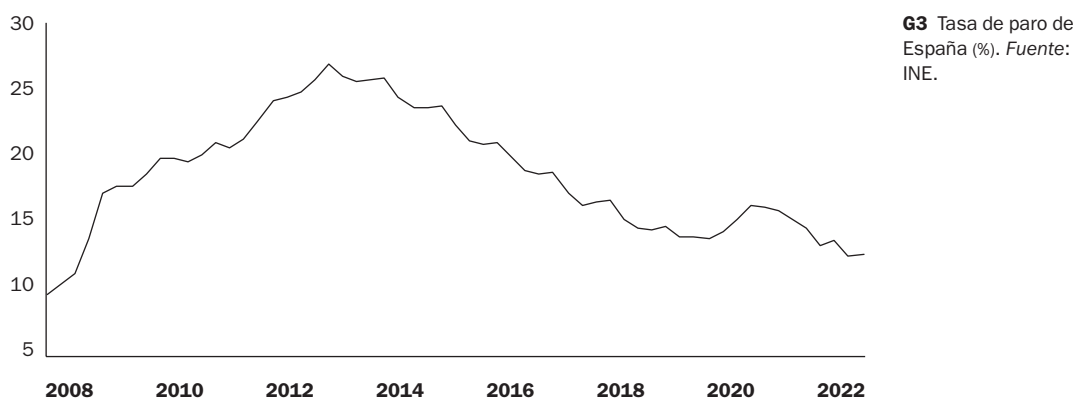


G2 Previsiones de crecimiento económico de la zona euro para 2022 (variación interanual, %). Fuente: Consensus Economics.

En España, el inicio del año estuvo marcado por la propagación de la variante Ómicron del coronavirus que, aunque no supuso la imposición de restricciones severas, afectó negativamente a la confianza de los agentes económicos y a la actividad. Posteriormente, el inicio del conflicto en Ucrania deterioró nuevamente el sentimiento económico e implicó un aumento de las presiones inflacionistas, que ya venían observándose desde 2021. No obstante, la economía española recuperó dinamismo a lo largo del segundo trimestre de 2022, con una especial resiliencia del mercado laboral, que se vio apoyado por la reapertura de la economía y la recuperación de las actividades relacionadas con el turismo. Durante el tercer trimestre de 2022, la incertidumbre afectó a la inversión, especialmente en construcción, a la vez que el

empeoramiento de la situación de los socios comerciales deterioró el crecimiento de las exportaciones. Pese a la persistente inflación, el consumo privado mostró un buen comportamiento, apoyado por las medidas gubernamentales para hacer frente a la crisis energética que fueron aprobándose desde el inicio del conflicto en Ucrania. El mercado laboral reflejó la ralentización de la actividad en el tercer trimestre de 2022, aunque permaneció relativamente sólido en los últimos meses del año y la tasa de paro siguió en mínimos desde 2008.

La economía española se mostró relativamente resiliente, aunque también sufrió una desaceleración de la actividad.



A lo largo del año el Gobierno español prorrogó y desplegó nuevas medidas para hacer frente a la crisis energética y a la elevada inflación derivada de la misma. Entre estas medidas destacaron las ampliaciones de los bonos sociales eléctrico y térmico, el aumento del ingreso mínimo vital o ayudas sectoriales directas a empresas. Junto a estas medidas también se redujeron los impuestos relacionados con la electricidad, se bonificaron el consumo de carburantes y se puso en marcha el llamado mecanismo ibérico para poder fijar el precio del gas usado para generar electricidad.

En términos de política económica también se deben destacar los avances en el despliegue de los fondos europeos Next Generation. En este sentido, en 2022 se aceleraron de manera clara la publicación de convocatorias de ayudas y licitaciones, aunque la adjudicación y ejecución de estos fondos quedó por debajo de lo esperado por el Gobierno. Ejemplo de ello fue la resolución de una de las licitaciones más importantes de los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE), la del vehículo eléctrico, en la que solo se acabaron adjudicando un 30% de los fondos disponibles. A pesar de esto, el Gobierno siguió cumpliendo los hitos y reformas acordadas con la Comisión Europea para recibir los desembolsos planificados.

Las economías emergentes se mostraron resilientes a los desarrollos del conflicto en Ucrania, la elevada inflación, el rápido tensionamiento monetario y la fortaleza del dólar. Ello respondió en cierta medida a que el tensionamiento monetario en estos países empezó antes que en las economías desarrolladas, suponiendo un apoyo para las divisas emergentes en términos generales. También les benefició el incremento del precio de las materias primas, al tratarse de países eminentemente exportadores de estos productos. Sin embargo, persistieron los riesgos en aquellas economías con unos fundamentales más débiles.

En el caso de China, la economía se vio totalmente condicionada por la política de COVID-cero. Las medidas de confinamiento supusieron un claro lastre para la actividad, lo que provocó que la economía creciera claramente por debajo del objetivo del gobierno chino. En este contexto, las autoridades del país fueron anunciando diferentes medidas para apoyar a la actividad y a finales de año, y después de importantes protestas por parte de la ciudadanía, el gobierno chino abandonó prácticamente esta política de COVID-cero. En México, la actividad se mostró resiliente a las consecuencias del conflicto, gracias a su limitada exposición a Ucrania. El país se vio favorecido por la guerra comercial de Estados Unidos con China, que le permitió un fuerte impulso del comercio y las relaciones con Estados Unidos. Asimismo, la actividad se vio soportada por la mejora en las cadenas de suministros globales que apoyó la recuperación de la producción, así como un crecimiento del consumo sustentado en elevados niveles de ahorro acumulados durante la pandemia, el fuerte impulso de las remesas y la fortaleza del mercado laboral. Así, México logró recuperar los niveles de PIB pre-COVID en el tercer trimestre de 2022, mucho antes de lo esperado.

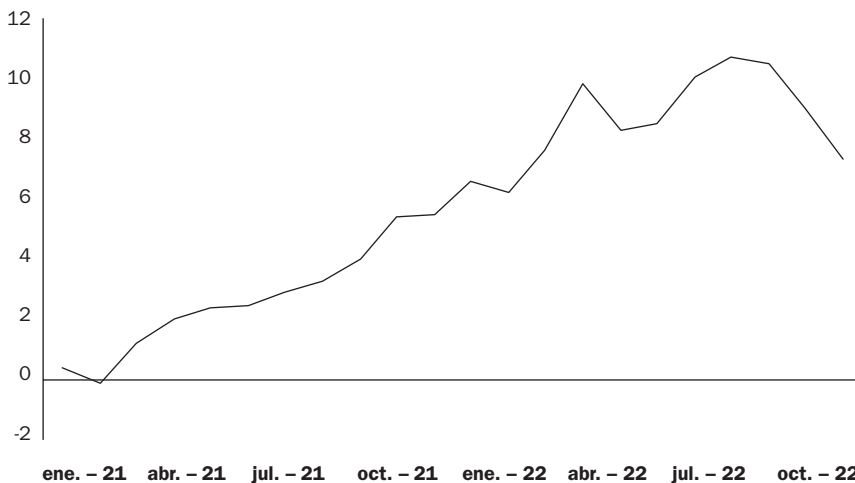
La inflación fue la principal variable macroeconómica de interés en 2022. Durante buena parte del año, esta sorprendió al alza y repuntó hasta nuevos máximos de varias décadas en las principales economías desarrolladas, mientras que las presiones inflacionistas se fueron generalizando por componentes. El conflicto en Ucrania provocó un importante encarecimiento de la energía y las materias primas, además de nuevas disrupciones en algunas cadenas productivas, a raíz de las sanciones impuestas a Rusia por parte de los países occidentales. Por su parte, las cadenas de suministro globales también se vieron afectadas por la política de COVID-cero de China en la primera mitad del año.

La inflación fue la principal variable macroeconómica de interés en 2022, después de que alcanzara máximos de varias décadas.

En la zona euro, la inflación alcanzó máximos históricos, impulsada especialmente por el precio de la energía y los alimentos, aunque a lo largo del año las presiones inflacionistas se fueron generalizando por componentes. En Reino Unido, la inflación alcanzó máximos desde comienzos de los años 80. Destacaron especialmente los repuntes de los precios de la energía y el transporte, pero los aumentos de precios significativos fueron generalizados en todas las partidas. El importante tensionamiento del mercado laboral y un crecimiento de los salarios, que se situó sustancialmente por encima de los niveles pre-COVID, también contribuyeron a la inflación elevada. Del mismo modo, en Estados Unidos, la inflación registró máximos en cuatro décadas, con unas amplias presiones inflacionistas por componentes. Adicionalmente, la fortaleza del mercado

laboral y el sólido crecimiento de los salarios limitaron una rápida moderación de la inflación, a pesar del fuerte tensionamiento monetario implementado.

En España, la inflación mostró una tendencia al alza hasta agosto y se llegó a situar en máximos desde 1984. El aumento de la inflación fue derivado en un primer momento del aumento de los precios energéticos, especialmente los de la electricidad, que posteriormente se filtraron a una mayor cantidad de productos. El precio de los alimentos también experimentó un aumento significativo, al tiempo que la recuperación del turismo impulsó los precios durante el tercer trimestre de 2022. En los últimos meses del año la inflación empezó a moderarse debido a los efectos base y a las menores presiones en los precios energéticos.



G4 IPCA de España (variación interanual en %). Fuente: INE.

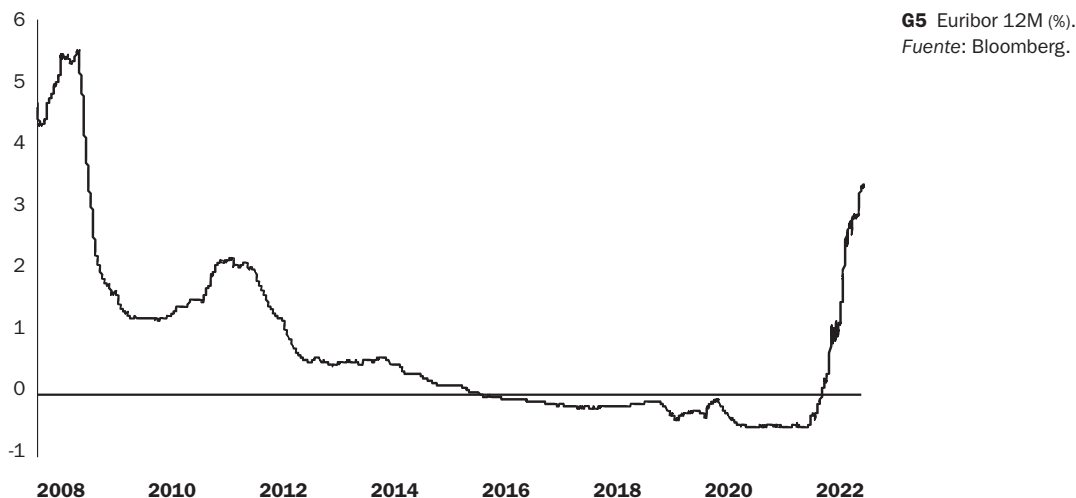
Política monetaria

Los bancos centrales se centraron en la lucha contra la inflación, dejando en segundo plano las señales de desaceleración económica y las caídas en los mercados financieros. De este modo, las autoridades monetarias llevaron a cabo subidas de tipos de interés generalizadas, en concordancia con las elevadas cotas que alcanzó la inflación.

El contexto de inflaciones históricamente elevadas propició una subida de tipos de interés generalizada.

En la zona euro, el Banco Central Europeo dio significativos pasos para la normalización de su política monetaria. Así, incrementó los tipos de interés en 250 puntos básicos hasta el momento, situando el tipo de depósito en terreno positivo por primera vez desde 2012. De hecho, llevó a cabo la subida de tipos más importante de su historia

(75 puntos básicos) durante dos reuniones consecutivas. Asimismo, el Banco Central Europeo dio por finalizados los programas de compras de activos y anunció que en la primavera de 2023 comenzaría a dejar de reinvertir parte de los activos que vencen.



En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed), inició el ciclo de subidas más agresivo en varias décadas incrementando el rango del tipo de interés oficial en 425 puntos básicos hasta el 4,25%-4,50% en tan solo ocho meses, incluyendo cuatro subidas consecutivas de 75 puntos básicos. Asimismo, la Fed se mostró dispuesta a mantener los tipos en niveles claramente restrictivos durante un tiempo. A su vez, la Fed inició a mediados de año su programa de reducción del balance.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE), que ya había iniciado el ciclo de subidas en diciembre de 2021, subió los tipos en todas sus reuniones de política monetaria de 2022, incrementando gradualmente la magnitud de dichas subidas de tipos y dando lugar al ciclo de subidas más agresivo de las últimas décadas. El BoE también dejó de reinvertir los vencimientos de sus programas de compra de activos de deuda pública en marzo, e inició ventas activas a partir de noviembre. Entre septiembre y octubre el BoE tuvo que realizar algunas intervenciones de emergencia en el mercado de deuda pública a largo plazo para proteger la estabilidad financiera, y más concretamente ayudar indirectamente a los fondos de pensiones. Todo ello se produjo tras los importantes movimientos de la rentabilidad de la deuda pública que tuvieron lugar con la presentación de un proyecto de presupuesto que contemplaba importantes bajadas de impuestos (*mini-budget*) y que llevó a la caída del Gobierno de Liz Truss.

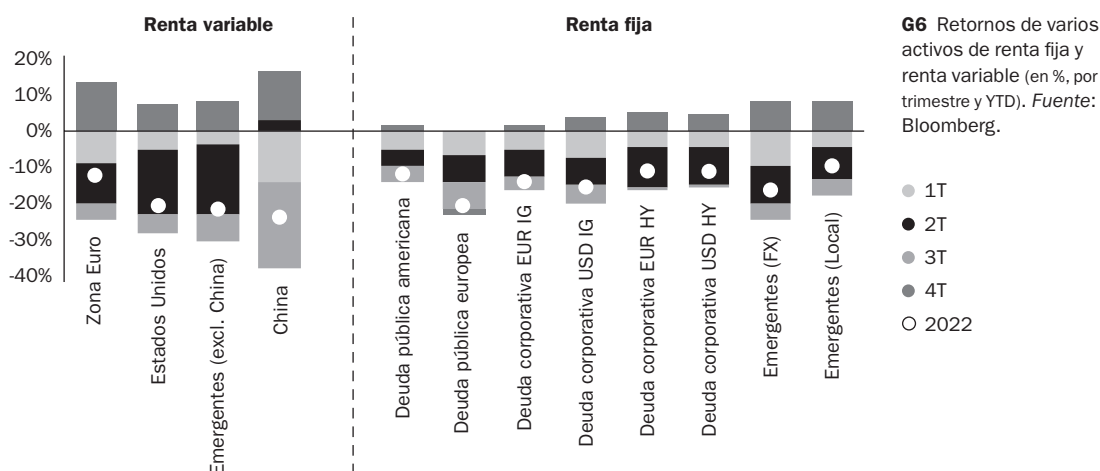
En los países emergentes las subidas de tipos agresivas y generalizadas continuaron en 2022. En el caso de México, el banco central (Banxico) continuó con el ciclo de subidas de tipos que iniciara en 2021, acelerándolo y emulando los movimientos de la Fed. De esta forma, el Banxico situó el tipo oficial en el 10,50%, acumulando 650 puntos básicos de subidas en poco más de un año y siendo este un máximo histórico y el mayor nivel restrictivo

desde que Banxico estableciera un esquema de objetivos de inflación en 2008. Mientras, en otros países emergentes (como Brasil o Colombia) los bancos centrales comenzaron a señalar un final del ciclo restrictivo inminente tras situar los tipos en niveles máximos de los últimos 10 y 20 años, respectivamente. Las principales excepciones a esta política fueron China, cuyo banco central mantuvo un tono acomodaticio, relajando las reservas de liquidez, utilizando y creando nuevas facilidades de liquidez e implementando medidas de apoyo al crédito empresarial, y Turquía, donde el banco central redujo el tipo oficial haciendo caso omiso a la elevada inflación doméstica, cuyos registros se situaron por encima del 80% interanual.

Mercados financieros

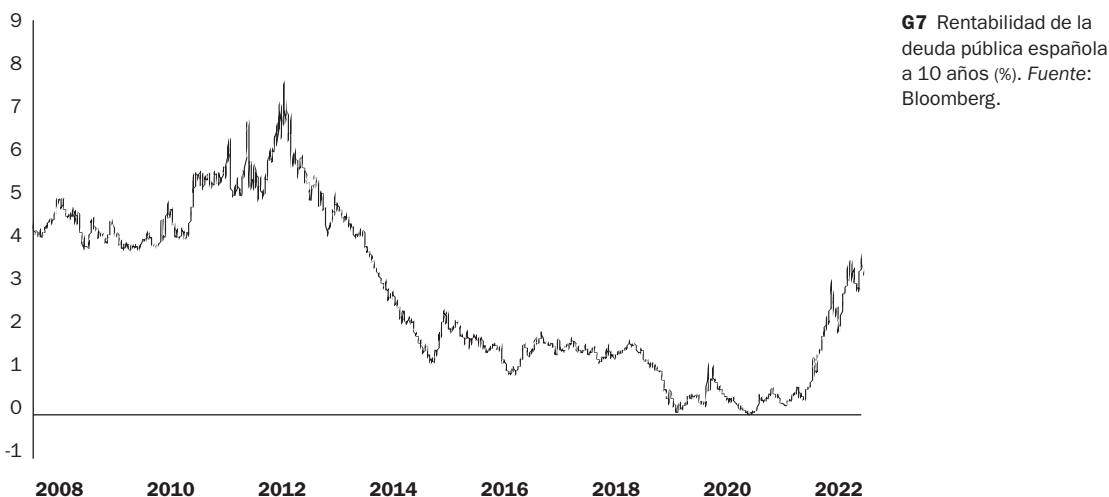
Los mercados financieros se vieron especialmente afectados por las subidas de tipos de interés a nivel global, así como por el conflicto en Ucrania y la continuidad de la política de COVID-cero en China, que provocaron un fuerte deterioro de las perspectivas de crecimiento económico. En 2022, gran parte de los activos financieros registraron pérdidas abultadas. La volatilidad en mercados fue especialmente elevada debido al fuerte *repricing* en mercados de los tipos de interés oficiales. Asimismo, las condiciones de liquidez y profundidad se situaron en mínimos desde la Crisis Financiera Global, algo que exacerbó los movimientos en los mercados. Las primas corporativas y periféricas registraron repuntes destacados, situándose en niveles no vistos desde la pandemia. Por su parte, el euro se depreció de forma destacada frente al dólar, hasta niveles no vistos desde 2002.

La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo repuntó más de 200 puntos básicos a ambos lados del Atlántico, alcanzando niveles que no se observaban desde 2008 en el caso de Estados Unidos y desde 2011 en el caso de Alemania. El incremento de la rentabilidad estuvo mayoritariamente influido por la elevada inflación y las subidas de tipos de interés de los bancos centrales. En Reino Unido, la presentación del plan fiscal más expansivo desde 1972 propició un fuerte *sell-off* de la deuda británica después del verano, algo que causó importantes problemas de liquidez en algunos fondos de pensiones y obligó al BoE a intervenir en el mercado de deuda pública. Dicho movimiento se deshizo casi en su totalidad posteriormente cuando el Gobierno de Liz Truss dimitió y Rishi Sunak, el nuevo primer ministro, anunció un plan fiscal más ortodoxo.



Las primas de riesgo soberanas periféricas también repuntaron a lo largo del año, pero se mantuvieron en niveles contenidos. El incremento del diferencial estuvo influido por la retirada de las medidas acomodaticias del BCE, aunque el anuncio posterior de un programa de compra de activos que se podría activar en caso de emergencia contuvo el repunte de las primas. En el caso de Italia, el incremento de la prima de riesgo también se vio afectado temporalmente por el mayor ruido político derivado del adelanto electoral que puso fin al gobierno liderado por Mario Draghi, expresidente del BCE. Dichas

elecciones fueron ganadas por la coalición de centroderecha con Giorgia Meloni, de Hermanos de Italia, al frente del ejecutivo. La línea pro-europea y de responsabilidad fiscal del nuevo ejecutivo italiano redujo la incertidumbre y tranquilizó a los mercados financieros.



Respecto a las divisas de países desarrollados, el dólar se apreció de forma generalizada hasta máximos de varias décadas. La divisa estadounidense se vio beneficiada por la postura agresiva de la Fed, la crisis energética en Europa y las preocupaciones sobre el crecimiento económico global. En su cruce frente al euro, el dólar se llegó a apreciar un 16%, hasta alcanzar niveles no vistos desde 2002. Posteriormente, el abandono de la política de COVID-cero por

parte de China y las subidas de tipos del BCE permitieron detener la depreciación del euro. La libra esterlina, en su cruce con el euro, se depreció gradualmente desde mediados del segundo trimestre de 2022 a medida que se fue evidenciando el impacto de la inflación y de las subidas de tipos sobre la actividad en Reino Unido. La libra también se vio particularmente afectada de manera puntual durante el episodio del *mini-budget* a finales de septiembre.



G8 Dólares por euro.
Fuente: Bloomberg.

Los mercados de renta variable registraron un comportamiento especialmente negativo, lastrados por las fuertes subidas de tipos de interés y las noticias negativas en torno al conflicto en Ucrania y las perspectivas de crecimiento económico global. La mayor parte de índices bursátiles globales registraron en 2022 pérdidas abultadas. Por ejemplo, el Stoxx 600 registró un retroceso de casi el 13% respecto el cierre del año anterior (aunque este llegó a superar el -20%), mientras que el S&P 500 registró una corrección del 19% (que llegó a superar el -25%). Se trata de las mayores pérdidas en un año desde 2018 y 2008, respectivamente. El IBEX 35, que el año pasado ya había quedado más rezagado, sufrió una caída menor en 2022, del -5,6%.

En los mercados financieros de los países emergentes, las primas de riesgo soberanas se desplazaron ligeramente al alza ante los temores de una recesión global como resultado del fuerte tensionamiento de las condiciones financieras, pero se mantuvieron alejadas de sus picos máximos. Las rentabilidades en deuda doméstica repuntaron hasta máximos en varias décadas. El hecho que el tensionamiento monetario en los emergentes empezara antes que en las economías desarrolladas supuso un apoyo para las divisas emergentes en términos generales. El peso mexicano se mostró más resiliente incluso que otras divisas emergentes, gracias a las subidas de tipos de interés de Banxico.

Por su parte, los criptoactivos continuaron ganando un creciente protagonismo ante los significativos colapsos durante el año de importantes actores en este ecosistema. Destacó el colapso de la *stablecoin* TerraUSD en mayo, que desencadenó que importantes fondos de inversión como Three Arrows Capital o la plataforma Celsius acabaran declarándose en bancarrota, así como que en

noviembre la cuarta mayor plataforma de intercambio de criptoactivos a nivel global, FTX, también acabara declarándose en bancarrota tras haber tratado de acudir al rescate de otras plataformas. Estos episodios, junto a las subidas de los tipos de interés de los bancos centrales, llevaron a importantes caídas en la cotización de buena parte de los criptoactivos durante 2022. Afortunadamente, el impacto de estos episodios se quedó contenido en el ecosistema *cripto* y no se trasladó al sistema financiero tradicional, en parte porque la oferta de los servicios financieros en el ecosistema *cripto* todavía era reducida y porque las interconexiones entre ambos sistemas todavía eran limitadas. En cualquier caso, las autoridades advirtieron que urge la regulación de los criptoactivos porque éstos podrían crecer de forma rápida y podrían aumentar las interconexiones con el sistema financiero tradicional y llegar a representar un riesgo sistémico para la estabilidad financiera.

Entorno del sector financiero

Entorno del sector bancario

En relación con el sector bancario global, el estallido de la guerra en Ucrania llevó a algunos bancos con mayor exposición a Ucrania y a Rusia a reducir su exposición a estos países y a aumentar provisiones, aunque, en general, la exposición agregada de la banca internacional a estas economías era reducida desde un principio. A lo largo de todo el año, los bancos, en general, continuaron adecuadamente capitalizados. En las principales economías desarrolladas, la ratio de capital CET1 se mantuvo por

encima de los mínimos requeridos por la regulación y, según las autoridades, cabría esperar que se mantuviera así incluso bajo un escenario adverso. Las subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales favorecieron los resultados de los bancos, a pesar de que a la vez que aumentaron los ingresos por intereses también se encarecieron los costes de la financiación. Así, la rentabilidad

del sector bancario superó los niveles pre-pandemia. En términos de liquidez, las TLTROs III continuaron suponiendo un importante apoyo, aunque los anuncios del BCE sobre el endurecimiento de las condiciones de las TLTROs llevaron a los bancos a planear una devolución anticipada de las mismas, debiendo introducir cambios en sus estructuras de financiación en adelante.

El sector bancario global mantuvo su solidez y se vio beneficiado por el abandono de los tipos de interés negativos, en un contexto en el que no se ha materializado un deterioro de las carteras de crédito.

La mora no se comportó en la crisis del COVID 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 los nueve primeros meses de 2022 hasta el 1,8%, mientras que en España descendió hasta el 2,7%, y la entrada de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*) fue moderada durante el año. A pesar de la resiliencia de la calidad de los activos, las exposiciones a algunas empresas de los sectores más afectados por el repunte de los precios de la energía registraron un cierto deterioro. En cuanto a las provisiones, las autoridades siguieron recomendando cautela debido al repunte de la inflación y a las perspectivas de deterioro de la actividad. También señalaron que el comportamiento de la mora durante el COVID-19 no debía tomarse como referencia y que, con el contexto actual y, especialmente teniendo en cuenta las subidas de los tipos de interés, existía el riesgo de repunte de la mora en adelante.

Respecto al sector bancario español, el Banco de España (BdE) señaló que las entidades bancarias afrontan el contexto actual (de desaceleración económica, elevada inflación y extraordinaria incertidumbre) con unos niveles de solvencia superiores a los existentes antes de la pandemia, así como con unas ratios de morosidad inferiores. También apuntó que la rentabilidad recuperó el nivel pre-pandemia (ROE del 10,5% hasta septiembre de 2022) y se encuentra por encima del coste de capital medio (7%). Además, el nivel de capital de las entidades superó al observado pre-pandemia. Sin embargo, el contexto actual aumenta los riesgos de un deterioro de la calidad del crédito y de un endurecimiento adicional de las condiciones de financiación. El Banco de España advirtió que es esperable que se produzcan mayores traslaciones del incremento de los tipos de interés de referencia al coste de los depósitos y que los aumentos de los costes de financiación de hogares y empresas y la desaceleración de sus ingresos afecte a su capacidad de pago, lo que podría elevar los costes bancarios en términos de dotaciones

por deterioros financieros. Por todo ello, recomendó una política prudente de planificación de provisiones y de capital, que permita destinar el incremento de beneficios que se está produciendo en el corto plazo a aumentar la capacidad de resistencia del sector para poder afrontar mejor las posibles pérdidas que se producirán en el medio plazo derivadas de la evolución negativa del crecimiento económico.

Estabilidad financiera y política macroprudencial

A lo largo de 2022, las autoridades financieras manifestaron que los riesgos a la estabilidad financiera a nivel global fueron aumentando debido al elevado riesgo geopolítico que conlleva una gran incertidumbre, así como los riesgos de inflación más elevada y el riesgo de recesión económica. También mostraron preocupación por los tipos de interés más altos, que contribuyeron a un endurecimiento sustancial de las condiciones financieras y que podrían impactar sobre la capacidad del servicio de la deuda del sector privado. Además, la caída de los precios de los activos y la volatilidad en los mercados, junto con futuros shocks, tienen el potencial de amplificar las vulnerabilidades asociadas con la valoración de los activos, el endeudamiento de hogares y empresas, el apalancamiento del sector financiero y los riesgos de financiación.

Las autoridades financieras manifestaron que los riesgos a la estabilidad financiera se incrementaron a raíz del contexto geopolítico y económico.

El importante crecimiento del sector financiero no bancario (SFNB) durante los últimos años y la ausencia de un marco regulatorio completo continuaron favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades en este sector. Esas vulnerabilidades estructurales y las interconexiones entre el SFNB y el sector bancario suponen un riesgo para la estabilidad financiera. Varios episodios a lo largo del año pusieron de manifiesto la sensibilidad del SFNB ante shocks (por ejemplo, fondos de pensiones de Reino Unido). A lo largo de 2022 las autoridades mostraron especial preocupación por determinados fondos de inversión *open-ended*, que acumularon exposiciones al riesgo en los últimos años y que contaban con posiciones de liquidez muy ajustadas. Aunque en España, los fondos de inversión mantenían unas posiciones de liquidez más amplias, las autoridades consideraron que tanto los fondos de inversión españoles como los bancos se podrían ver afectados por exposiciones y correcciones en estos segmentos donde se acumularon los riesgos. Los avances, a nivel global y europeo, en el desarrollo del marco regulatorio y macroprudencial para este sector fueron escasos en 2022.

En Europa, las autoridades continuaron expresando su preocupación por el impacto del dinamismo del mercado inmobiliario sobre la estabilidad financiera de algunos países, si bien hacia finales de año consideraron que había señales de cambio de tendencia en la evolución del sector. En el segmento residencial, esta preocupación estuvo centrada en los países con vulnerabilidades pre-pandemia en ese sector (por ejemplo, Alemania), y en el segmento comercial, el foco se puso en la ausencia de recuperación de los activos de menor calidad. En este contexto, el BCE recomendó a las autoridades nacionales la adopción de políticas macroprudenciales en el sector inmobiliario.

El COVID-19 supuso un reto para la política macroprudencial, que, además, complementó a las políticas fiscal y monetaria. La revisión del marco a nivel europeo, que podría estar finalizada en 2023, podría suponer una recalibración de los colchones de capital. Al mismo tiempo, varios países comenzaron a reconstruir los colchones de capital liberados, con el fin de disponer de margen de maniobra en caso de que se cristalicen riesgos a la baja y las economías necesiten el apoyo del sector financiero. Reino Unido, Francia y Alemania anunciaron incrementos del colchón de capital anticíclico (CCyB) de entre el 0,5% y el 1%. En España, se mantuvo en el 0%, porque el BdE consideró que los desequilibrios se mantuvieron contenidos y la activación del CCyB podría llegar a ser pro-cíclica y frenar la concesión de crédito.

Unión Bancaria y Unión de Mercados de Capitales

Los avances en términos de construcción europea fueron limitados en 2022, en un contexto de guerra en Ucrania y de importante repunte de los precios energéticos y de la inflación. Los esfuerzos se centraron en tomar medidas que mitigaran los impactos del contexto actual.

La reunión del Eurogrupo de junio de 2022 se saldó con un acuerdo para trabajar en la compleción de la Unión Bancaria, cuyo paso más inmediato es fortalecer el marco común para la gestión de crisis bancarias y sistemas nacionales de garantía de depósito (marco CMDI). Posteriormente, se revisará el estado de la Unión Bancaria y se identificarán, con el mayor consenso posible, más medidas sobre el resto de los elementos de la Unión Bancaria. El proyecto del Fondo de Garantía de Depósitos Europeo (EDIS), por el momento se encuentra paralizado. El Eurogrupo también mostró su compromiso con realizar progresos en la Unión de Mercados de Capitales.

A pesar de esta paralización en la integración bancaria europea, las autoridades financieras de la región manifestaron la conveniencia de avanzar en la integración financiera europea y remarcaron los efectos positivos de las fusiones transfronterizas.

Retos para el sector bancario

La sostenibilidad tuvo un lugar importante en la agenda de los supervisores en 2022. Los resultados del stress test climático del BCE mostraron que la mayoría de los bancos todavía no tenía un marco de stress test y que había muchos que todavía no incluían el riesgo climático en sus modelos de crédito o en la concesión de crédito. También pusieron de manifiesto la elevada dependencia de los ingresos de los bancos de las empresas intensivas en emisiones de gases de efecto invernadero, el impacto heterogéneo de los riesgos físicos sobre los bancos de la zona euro y la falta de estrategias robustas frente a los riesgos de transición. Los resultados no tuvieron un impacto directo sobre los requerimientos de capital. Otro ejercicio realizado por el BCE fue la revisión sobre el cumplimiento de los bancos con las expectativas supervisoras, cuyo resultado puso de manifiesto que los bancos todavía no gestionaban adecuadamente los riesgos climáticos y ambientales en línea con lo requerido por el BCE. Como consecuencia, el BCE estableció una serie de fechas límite para que los bancos cumplan con esas guías a finales de 2024. Por su parte, en Estados Unidos, la Fed anunció que en 2023 llevará a cabo el primer stress test climático a los

grandes bancos. Los datos sobre riesgos climáticos siguieron siendo en 2022 uno de los principales retos y, aunque se realizaron progresos en la publicación de información, se mantuvo la necesidad de mejorar la transparencia.

La agenda regulatoria sobre riesgos climáticos tuvo algunos avances, pero se intensificará en 2023, cuando la Autoridad Bancaria Europea publicará el informe final sobre el rol de los riesgos climáticos en el marco prudencial y se conocerán las primeras versiones de los estándares europeo y global para la publicación de información sobre sostenibilidad.

Los procesos de digitalización continuaron acelerándose, dando lugar a diversos focos de atención. Por un lado, a pesar de la entrada de las *Bigtech* en servicios financieros y la insistencia del sector bancario de que se necesita una regulación que atienda al principio de “misma actividad, mismo riesgo, misma regulación”, los avances a este respecto fueron muy limitados. También concentró una importante preocupación la proliferación de los ciberataques, tanto en frecuencia como en severidad.

En el ámbito regulatorio de la digitalización, se produjeron avances significativos, con la regulación sobre los criptoactivos (MiCA) en la UE, cuya aprobación definitiva se espera de forma inminente, y el tratamiento prudencial de los criptoactivos por parte de los bancos del Comité de Basilea, que será favorable solo para activos tradicionales *tokenizados* y para *stablecoins* adecuadamente respaldadas y reguladas. En cualquier caso, los avances regulatorios en estas áreas continúan siendo escasos y urge mayores esfuerzos por regularlos a nivel global.

Respecto a las divisas digitales de bancos centrales, los proyectos fueron avanzando, sobre todo en China y en la zona euro, mientras que en Estados Unidos se encuentra en una fase más incipiente. En particular, el BCE hizo público algunas de las características que se está planteando en el diseño del euro digital, como las limitaciones a sus tenencias y la necesidad de crearlo suficientemente atractivo para que los agentes económicos lo adopten, aunque sin que amenace la viabilidad de otras innovaciones privadas. También se produjeron importantes avances en proyectos que estudian las posibilidades de interoperabilidad entre divisas digitales de los distintos bancos centrales, en gran parte lideradas desde el Banco Internacional de Pagos (BIS).

Visión 2023

Cabe esperar para 2023 una mayor preocupación sobre el crecimiento económico. Una vez se van materializando progresivamente el impacto de los últimos acontecimientos (crisis energética y subidas de tipos), se espera un entorno de estancamiento económico e incluso de cifras negativas en algunos países durante unos trimestres. Así, la zona euro y Estados Unidos podrían experimentar una leve recesión económica. Por el lado contrario, la reapertura económica de China supondrá un apoyo para la actividad global. El contexto será especialmente complejo para los países emergentes, debido, entre otros factores, a los elevados tipos de interés.

La inflación podría mantenerse todavía en niveles elevados durante buena parte de 2023 por la crisis energética en Europa y por factores domésticos en Reino Unido y Estados Unidos, como la situación de los mercados laborales y los salarios. Las expectativas de inflación no se desanclarían gracias a la respuesta de los bancos centrales.

En términos de política económica, es previsible que los bancos centrales mantengan una actitud ortodoxa y, dado el elevado nivel de inflación, sitúen y mantengan los tipos de interés en niveles por encima de la neutralidad monetaria y avancen en las políticas de reducción de sus balances.

Respecto a los mercados financieros, cabe esperar que las condiciones financieras permanezcan tensionadas, después de lo observado en 2022. En todo caso, se espera una mayor estabilidad en las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que también se verán afectadas por el mayor foco de atención sobre el crecimiento económico. Las primas periféricas podrían mantenerse relativamente contenidas.

España se vería más salvaguardada que el resto de Europa en este entorno y por ello podría experimentar un entorno relativamente más favorable. Las tres principales palancas de crecimiento serán la robustez de los balances de los agentes (familias y empresas), la normalización de las dinámicas de crecimiento de los sectores más afectados por la pandemia (como el turismo) y el uso de los fondos europeos Next Generation. Las medidas gubernamentales para contrarrestar el aumento de los precios energéticos también pueden apoyar la actividad.

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