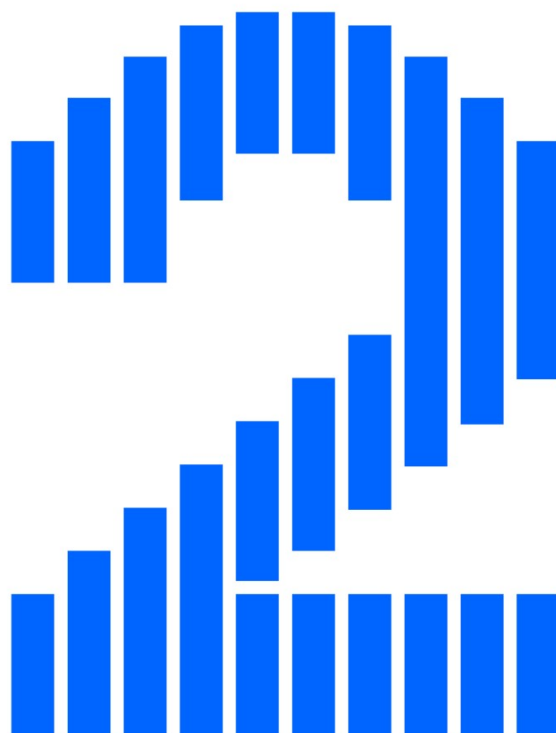


Entorn econòmic, sectorial i regulador



- 55 Entorn econòmic i financer
- 65 Entorn del sector financer
- 70 Visió 2024

Entorn econòmic, sectorial i regulador

2.1 Entorn econòmic i financer

L'any 2023 va estar marcat, principalment, per les pujades dels tipus d'interès per part dels bancs centrals.

L'any 2023 ha estat condicionat per les pujades dels tipus d'interès per part dels bancs centrals i el trasllat progressiu dels seus impactes a l'activitat econòmica. Només al tram final de l'any es va aturar el cicle de pujades de tipus oficials quan les autoritats monetàries van senyalitzar que els tipus ja devien haver assolit nivells suficientment restrictius. L'avenç en el procés desinflacionista al llarg de l'any, amb les inflacions registrant un clar camí a la baixa, va ser el principal argument que va permetre als bancs centrals relaxar el seu posicionament. En termes d'activitat, les economies de la zona euro i el Regne Unit van patir més en aquest entorn i van mantenir una situació de pràctic estancament, mentre que els Estats Units es van mostrar més resilients i van sorprendre en positiu. D'altra banda, al llarg de l'exercici van tenir lloc diferents episodis puntuals d'incertesa de naturalesa diferent, entre els quals cal destacar la fallida d'alguns bancs regionals nord-americans, els problemes a Credit Suisse i l'inici d'un nou conflicte bèl·lic a l'Orient Mitjà, entre Israel i Hamàs. Les repercussions econòmiques d'aquests esdeveniments van ser limitades i acotades en el temps. Finalment, en l'àmbit dels mercats financers, el 2023 va ser un any positiu per a la majoria dels actius financers, després d'un 2022 en què gran part dels actius van registrar pèrdues importants.

Entorn geopolític

Els esdeveniments geopolítics van continuar representant un vector d'incertesa en el panorama mundial. L'esclat d'un nou conflicte entre Israel i Hamàs en el tram final del 2023 va reviuire la inestabilitat a l'Orient Mitjà. Amb l'eclosió del conflicte, els països àrabs que estaven normalitzant les relacions amb Israel sota els anomenats Acords d'Abraham, van pausar i/o van posar sota revisió aquest procés. El risc més important rau en una escalada del conflicte a escala regional que pogués provocar problemes en el subministrament de petroli i gas. La derivada més recent d'aquest conflicte van ser els atacs dels rebels houthis del Iemen, simpatitzants de Palestina, a vaixells comercials al mar Roig, que van complicar el trànsit marítim a la zona.

D'altra banda, el conflicte entre Rússia i Ucraïna es va mantenir estancat, i el país continua dividit en la part oriental. Pel costat

d'Occident, les sancions a Rússia van persistir i el suport a Ucraïna tant a escala militar com econòmica es va mantenir, encara que la "fatiga" per part de diversos estats occidentals genera dubtes sobre el que pugui passar a partir d'ara.

En un segon pla, la competència geoestratègica entre la Xina i els Estats Units va continuar, i l'emergència del Sud Global com a actor a tenir en consideració en les relacions internacionals va guanyar importància. La major rellevància d'aquests països en reunions multilaterals com el G20, o les agrupacions alternatives com els BRICS (especialment després de l'anunci de la seva pròxima ampliació), van ser al centre del debat geopolític.

Activitat econòmica i inflació

L'evolució econòmica global va mostrar una acusada divergència entre el dinamisme de l'economia nord-americana, que va mostrar més força del que s'esperava, i les economies europees, endarrerides i pràcticament estancades tot l'any. Espanya va continuar destacant en positiu dins la zona euro, mentre que la Xina es va veure afectada pels impactes de l'ajust del seu sector immobiliari.

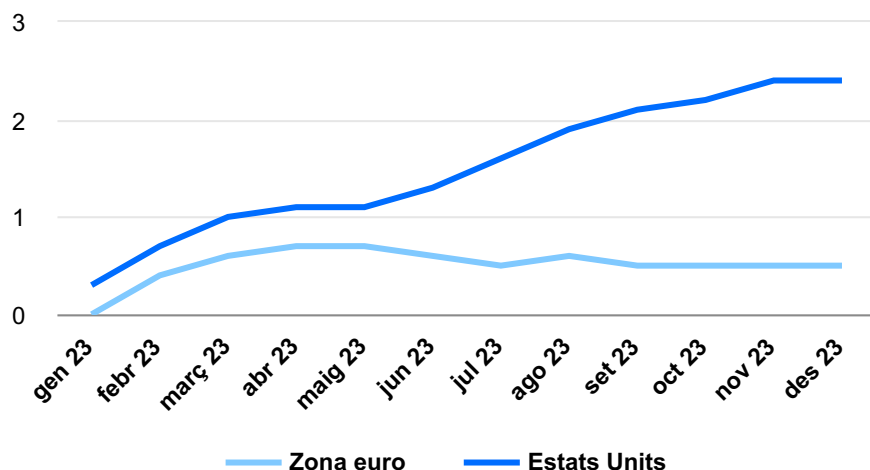
La inflació va registrar el 2023 un procés de moderació des dels màxims observats el 2022.

A la zona euro, l'activitat es va mantenir pràcticament estancada tot l'any. L'economia es va veure frenada pel tensionament de la política monetària, la fragilitat de la demanda interna i la feblesa del sector industrial, especialment a Alemanya, que encara continua afectada per la crisi energètica. Des del punt de vista fiscal, els governs de la UE van acordar formalment una proposta de reforma del marc fiscal del bloc europeu a finals d'any. Aquesta proposta haurà de ser negociada amb el Parlament Europeu i s'espera que entri en vigor abans de les eleccions europees, que se celebraran al juny del 2024. Al Regne Unit, l'activitat també es va mantenir feble durant la major part de l'any, amb un creixement que es va anar dissipant a mesura que avançava l'any. L'augment dels tipus d'interès i la inflació va minvar la demanda domèstica. En el sector immobiliari, es van registrar caigudes en els preus respecte al pic del 2022. Als Estats Units, en canvi, l'activitat es va mostrar més sòlida, i les estimacions de creixement per al 2023 es van revisar persistentment a l'alça. La demanda interna i, en particular, el consum privat van ser les palanques de creixement principals durant l'any. El mercat laboral es va mantenir sòlid el conjunt de l'any, i la taxa d'atur es va quedar per sota del 4%. Tanmateix, el refredament va ser més evident en la moderació de les vacants, i va disminuir el grau de tensionament en el mercat de treball.

L'evolució de la previsió de creixement econòmic per al 2023 va mostrar una divergència important entre la zona euro i els Estats Units.

Creixement econòmic de la zona euro vs. Estats Units

Font: Consensus Economics

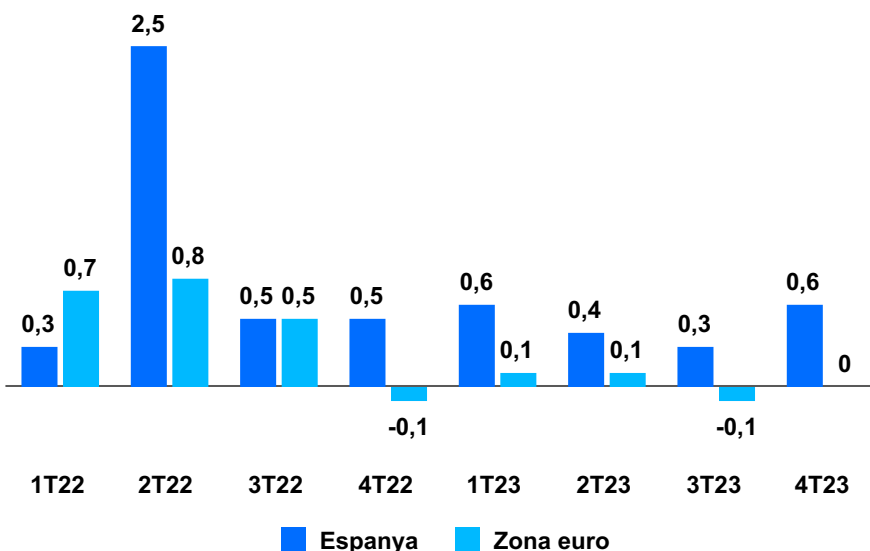


L'economia espanyola ha continuat destacant en positiu dins la zona euro.

A Espanya, l'economia va mantenir unes pautes de creixement similars durant el conjunt de l'any, malgrat el context de tipus d'interès a l'alça, el pitjor comportament dels mercats d'exportació i la pèrdua d'impuls derivat de la reobertura postpandèmia. Les previsions de creixement per a l'exercici 2023 van anar millorant a mesura que avançava l'any, i el comportament de l'economia espanyola va acabar sent més favorable que el del conjunt de la zona euro. Aquest millor exercici diferencial va venir gràcies a un pes més important del sector serveis (en un context de debilitat de la indústria), una menor exposició a l'alentiment econòmic de la Xina, una menor inflació durant bona part de l'any i una millor posició dels balanços dels agents privats.

Creixement del PIB d'Espanya vs. zona euro

(variació trimestral en percentatge). Font: Eurostat.

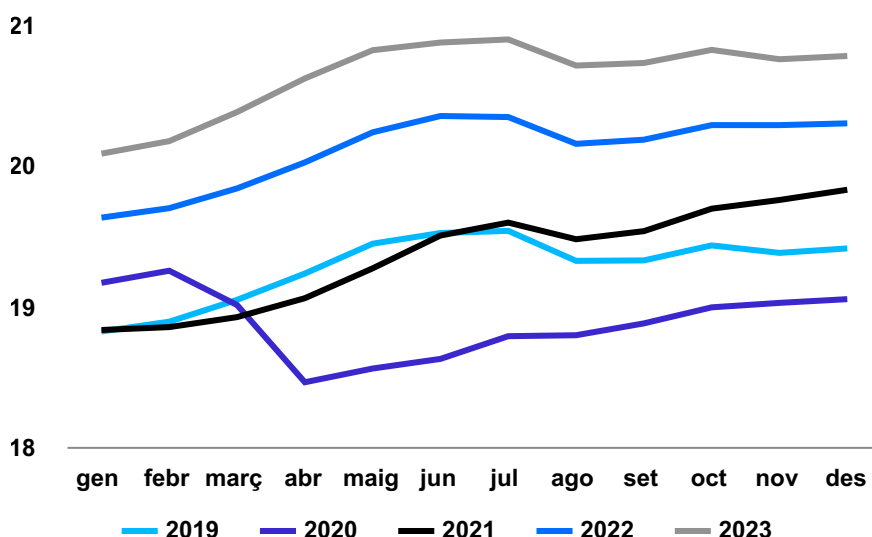


El 2023, el creixement a Espanya va estar impulsat pel consum privat, que es va veure recolzat per la recuperació del poder adquisitiu de les llars i el bon comportament del mercat laboral. Així, es va assolir una taxa d'atur mínima des del 2008 i un màxim històric en l'ocupació, amb un dinamisme important de sectors amb elevat valor afegit i una destacada recuperació de la immigració, que va representar un impuls per a la força laboral. Per la seva banda, la inversió residencial, impactada per la caiguda del crèdit hipotecari, va seguir allunyada dels nivells previs a la pandèmia, alhora que la inversió empresarial també es va mantenir endarrerida.

El nombre de persones ocupades a Espanya està en màxims històrics.

Treballadors afiliats a la Seguretat Social (milions).

Font: Ministeri de la Seguretat Social.



En termes de política econòmica a Espanya va destacar, a principis d'any, l'aprovació de la segona part de la reforma de les pensions, l'objectiu de la qual es va centrar a augmentar els ingressos del sistema. D'altra banda, el segon trimestre el Govern va prorrogar fins a finals d'any la major part de les mesures per pal·liar els impactes de la crisi energètica. Posteriorment, al desembre, el Govern va aprovar un decret per prorrogar novament diverses d'aquestes rebaixes fiscals, així com l'ampliació del Codi de Bones Pràctiques per a deutors hipotecaris i la pròrroga de l'impost als bancs durant el 2024. Finalment, va destacar l'aprovació de l'addenda del Pla de recuperació per part de la Comissió Europea, que mobilitzarà 94 mil milions d'euros addicionals vinculats als fons NGEU. Pel que fa a l'entorn polític, es van celebrar eleccions generals anticipades al juliol, després de les quals es va formar un govern de coalició entre PSOE i Sumar, amb el suport de diversos partits d'àmbit autonòmic.

Les economies emergents es van mostrar, en general, resilients, malgrat el context de tipus d'interès elevats a escala global. Això es va veure afavorit per la reobertura postcovid a la Xina i per uns preus de les matèries primeres en nivells encara elevats. A més, les tendències de relocalització industrial derivades d'un entorn geopolític més fragmentat podrien ser un suport addicional per a alguns països emergents. A Mèxic, per exemple, la inversió va créixer a taxes històriques de dos dígitos, en part gràcies al procés de *near-shoring* amb els Estats Units. Així mateix, cal destacar el gir positiu de la gestió de la política econòmica a Turquia, que va passar a tenir un enfocament més ortodox. En aquest context, el procés de desinflació als països emergents va avançar, i alguns bancs

centrals (especialment a Sud-amèrica) van poder dur a terme reduccions en els tipus d'interès oficials.

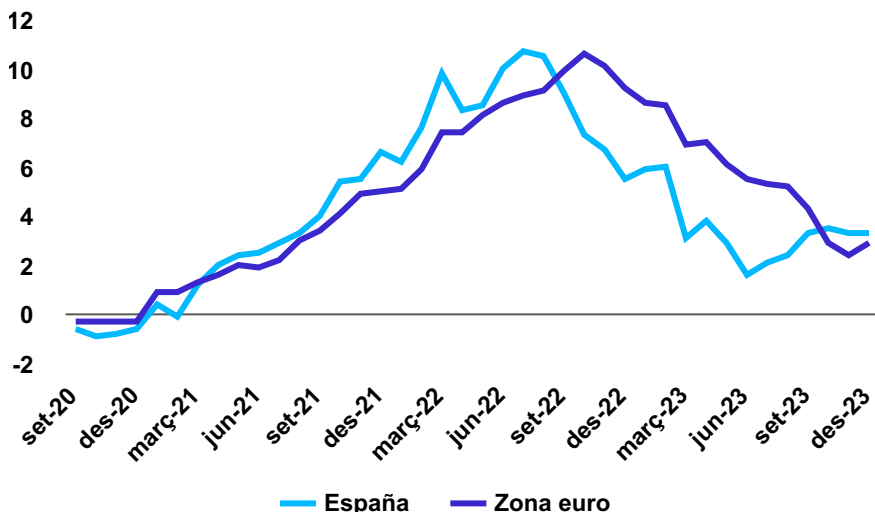
A la Xina, la reobertura postcovid va impulsar a l'alça el creixement, encara que la reactivació va ser més lenta del que es preveia. Aquesta es va veure frenada per la manca de confiança de les llars en el sector immobiliari i el retard de les decisions d'inversió per part d'aquestes. D'aquesta manera, l'ajust del sector immobiliari, ja en marxa des del 2021, es va intensificar. Els problemes de liquiditat dels promotors immobiliaris es van aguditzar i van augmentar els temors que els *defaults* en el sector es poguessin generalitzar i estendre també als governs locals. Aquesta problemàtica es va mantenir acotada gràcies al fet que els promotors immobiliaris públics, en millor posició de liquiditat i palanquejament, van sostenir el sector. A més, el crèdit al sector industrial va continuar fluïnt, i la inversió privada al sector manufacturer va créixer fins a taxes saludables.

La inflació en les principals economies desenvolupades va registrar el 2023 un procés de moderació des dels màxims observats el 2022. La correcció dels preus energètics i dels béns industrials, una vegada resolta la crisi energètica i els problemes a les cadenes de subministraments, va estar darrere, en bona mesura, de la moderació de la inflació general. El component subjacent, més condicionat pel sector serveis i el dinamisme salarial, va tenir un comportament més parsimoniós, si bé també va mostrar una tendència evident a la baixa.

A la zona euro, la inflació va continuar amb el seu procés de moderació i es va situar per sota del 3,0% interanual per primera vegada des del juliol del 2021, gràcies especialment al component energètic. La inflació subjacent, que exclou energia i aliments, també es va moderar, encara que es va mantenir en nivells històricament elevats. Al Regne Unit, la inflació general va retrocedir des dels màxims assolits el 2022, però la pressió es va traslladar a la inflació subjacent, que va arribar a màxims des del 1992. L'empenta des del sector serveis, juntament amb l'augment del preu dels aliments, van fer que la inflació al país registrés un pitjor comportament que els seus iguals. El fort tensionament del mercat laboral, en què els salaris van augmentar per sobre del 8% interanual, també va contribuir a la persistència de la inflació. Als Estats Units, la inflació va continuar amb el seu procés de desacceleració gradual, encara que es va mantenir per sobre de l'objectiu de política monetària. Els salaris es van moderar de mica en mica a partir de la segona meitat de l'any, cosa que va permetre que la pressió sobre l'índex subjacent s'anés contenint.

A Espanya, la inflació va estar condicionada pels efectes base dels productes energètics, mostrant una tendència a la baixa i arribant a assolir una taxa interanual inferior al 2,0% al juny. A partir de llavors, l'efecte base va començar a operar en direcció oposada, i es va elevar novament la taxa d'inflació interanual. La inflació subjacent, per la seva banda, va seguir una tendència gradual de desacceleració, influïda especialment per la desacceleració dels preus en la indústria, que, a diferència del sector serveis, es van veure menys influïts per l'augment dels costos laborals.

IPCA d'Espanya vs. zona euro (variació interanual en %). Font: Eurostat.

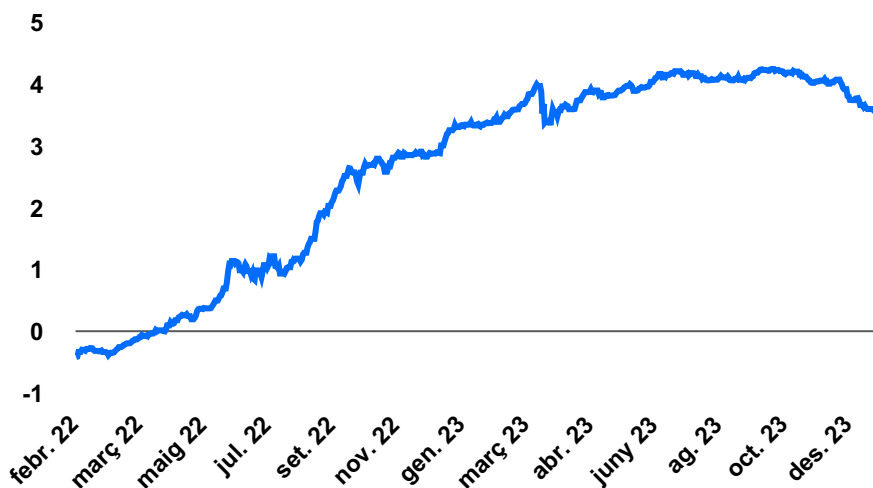


Política monetària

Durant el 2023, els bancs centrals de països desenvolupats van continuar amb el cicle de pujades de tipus d'interès, tot i que a un ritme una mica menys intens que el 2022. Només en el tram final de l'any, aquests van considerar que s'havien assolit nivells suficientment restrictius per mantenir la inflació sota control, i van assenyalar que el cicle de pujades podria haver arribat al final.

A la zona euro, el Banc Central Europeu (BCE) va dur a terme un tensionament de la seva política monetària sense precedents. Així, va continuar amb el cicle de pujades que va iniciar el 2022 i va acabar situant el tipus marginal de dipòsit al 4,00%, màxim històric. A més a més, la mida del balanç del banc central va continuar retrocedint, a causa del venciment de les operacions de finançament al sistema financer TLTROs III i de l'inici del procés de reducció de les tinences dels actius adquirits sota el seu programa de compres APP. També va anunciar que començaria a deixar de reinvertir part dels venciments del PEPP, programa de compra d'actius, durant la segona meitat del 2024. D'altra banda, el BCE va deixar de remunerar les reserves obligatòries de les entitats bancàries.

Euribor 12M (%). Font: Refinitiv.



Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) va continuar amb el cicle de pujades, i el rang del tipus d'interès oficial va assolir el 5,25%-5,50% a mitjans d'any. En la seva última reunió de l'any, la Fed va assenyalar que el cicle de pujades havia arribat a la fi i que fins i tot començaven a discutir futures retallades de tipus, fet que va suposar un suport addicional per al comportament de diferents actius financers. Pel que fa a la política de balanç, la reducció es va interrompre després de l'episodi d'inestabilitat financera desencadenat pel col·lapse de Silicon Valley Bank, arran del qual la Fed va establir noves facilitats de finançament extraordinàries per al sistema bancari. Tot i això, una vegada resolt el succés, es va continuar amb la reducció de la mida del balanç a través de deixar de reinvertir el deute que el vencia.

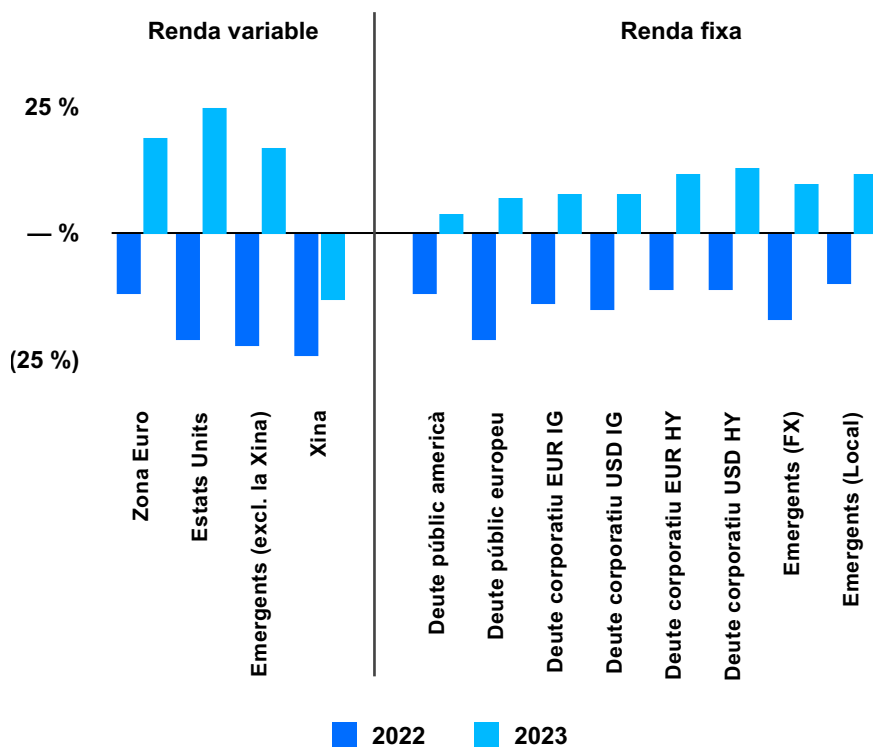
Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra (BoE) va portar el tipus rector fins al 5,25%, després que les pressions inflacionistes s'intensifiquessin durant la primera part de l'any. A més, va continuar amb el programa de reducció del balanç i es va desfer de la pràctica totalitat de les tinences de deute corporatiu (prop de 18 mil milions de lliures) i de 93 mil milions de lliures de deute públic adquirit sota l'APF (*asset purchase facility*). En aquesta línia, el BoE va anunciar que continuaria amb la reducció del balanç i va estimar una reducció de 100 mil milions de lliures de tinences de deute públic per al proper any fiscal (octubre 2023 – setembre 2024).

A Mèxic, el banc central va finalitzar el cicle de pujades del tipus oficial durant la primera part de l'any en l'11,25% i el va mantenir inalterat durant la segona meitat del 2023. El Banxico no va començar encara a discutir possibles baixades de tipus i va continuar considerant que els riscos sobre la inflació continuaven esbiaixats a l'alça. Això va contrastar amb la situació d'altres països llatinoamericans, com el Brasil, Xile o el Perú, on es van iniciar les baixades de tipus durant la segona part de l'any. Aquesta també va ser la tònica a la Xina, on les autoritats van adoptar mesures de laxitud monetària de forma mesurada per recolzar la reactivació econòmica. En sentit contrari, els tipus d'interès de referència es van incrementar de manera pronunciada a Turquia, en un context d'inflacions de dos dígits.

Els mercats financers van presentar un comportament millor el 2023 en comparació amb l'any anterior.

Els mercats financers van presentar un comportament millor el 2023 en comparació amb l'any anterior, quan gran part dels actius financers van registrar pèrdues importants. Els problemes de liquiditat relacionats amb la banca regional nord-americana i l'esclat del conflicte entre Israel i Hamàs van tenir un impacte inicial negatiu, però en poc temps es va aconseguir revertir del tot. Les rendibilitats del deute públic van mostrar una tendència alcista durant bona part de l'any, però van revertir totalment aquest moviment al tram final de l'any, amb algunes sorpreses a la baixa en dades d'inflació i el gir de la política monetària de la Fed. El millor comportament dels actius de risc va tenir a veure amb la fi del cicle de pujades dels bancs centrals, les baixades més grans de tipus incorporades de cara al 2024 i el *boom* de les empreses relacionades amb la intel·ligència artificial. Les primes de risc de la perifèria europea i corporatives van presentar un bon comportament. Per la seva banda, l'euro va registrar una pronunciada volatilitat en l'encreuament amb el dòlar, movent-se segons el diferencial de tipus i la divergència de creixement econòmic per regions.

Retorns de diversos actius financers (en %, per any). Font: Refinitiv.

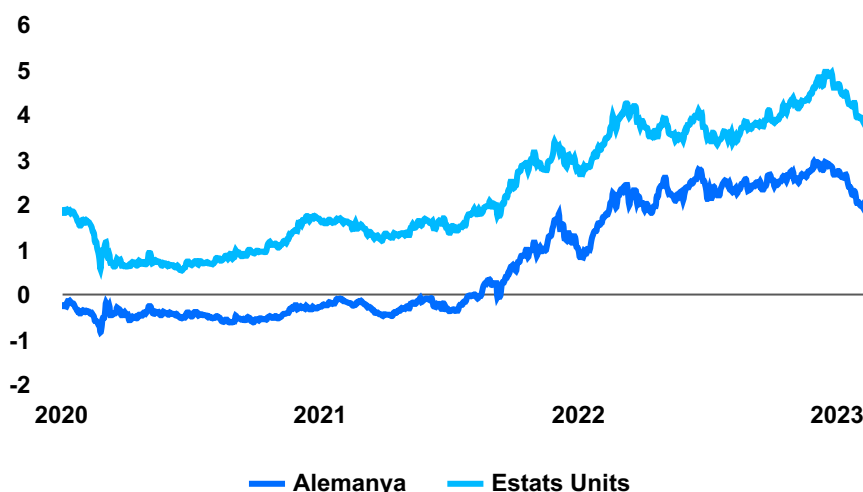


Les rendibilitats del deute públic a llarg termini van mostrar una tendència alcista durant bona part de l'any. Als Estats Units, la rendibilitat del deute a 10 anys va arribar a assolir nivells màxims des del 2007, mentre que a Alemanya va tocar nivells que no s'observaven des del 2011. Les

rendibilitats es van veure pressionades a l'alça pel tensionament de la política monetària, la resiliència de l'economia dels Estats Units i les preocupacions al voltant de les elevades necessitats de finançament dels sobirans (cosa que va ser agreujada pel deteriorament dels comptes públics del país nord-americà). Això últim va tenir un impacte especialment destacat en els mercats financers a causa del context de reducció dels balanços dels bancs centrals i del viratge de la demanda de deute públic cap a inversors més sensibles al preu. Durant els dos últims mesos de l'any, algunes sorpreses a la baixa en dades de preus i el gir en la política de comunicació dels bancs centrals (especialment de la Fed) van suposar un tomb en les rendibilitats, que van revertir totalment el moviment alcista de l'any. La rendibilitat del deute a 10 anys dels Estats Units va tancar l'any al mateix nivell que el 2022, mentre que la d'Alemanya ho va fer uns 50 punts bàsics per sota.

Rendibilitat del deute públic nord-americà i alemany a 10 anys (%).

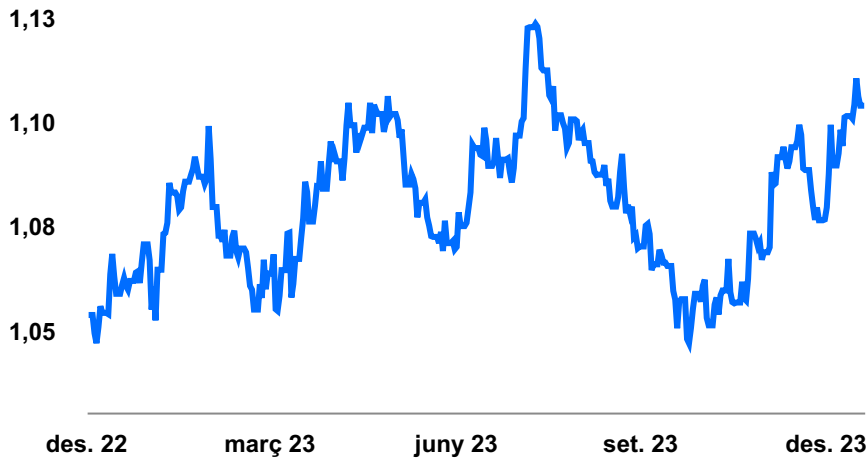
Font: Refinitiv.



Les primes de risc sobiranes perifèriques es van situar en uns nivells inferiors als del tancament del 2022, recolzades pels programes d'emergència del BCE, els fons NGEU de la UE i algunes accions positives per les agències de *rating*. La prima de risc d'Itàlia es va veure pressionada a l'alça a la part final de l'any, a causa del mal comportament dels comptes públics i de la revisió a l'alça de les previsions de dèficit fiscal per als pròxims anys. En qualsevol cas, les principals agències de *rating* van mantenir sense canvis la qualificació creditícia d'Itàlia, i fins i tot Moody's va millorar la seva perspectiva de negativa a estable (Moody's situa el *rating* d'Itàlia a l'últim nivell del grau d'inversió). En positiu, va destacar Grècia, que va aconseguir el grau d'inversió en el seu deute públic per part de l'agència de *rating* Standard & Poor's, cosa que no passava des del 2010. A més, Fitch i Moody's van elevar el *rating* de Portugal fins a A-.

Pel que fa a les divises de països desenvolupats, el dòlar va registrar diversos vaivens en l'encreuament amb l'euro i va acabar l'any en nivells una mica més depreciats respecte al tancament del 2022 (1,10 USD/EUR). La divisa es va veure majoritàriament afectada per la divergència entre el tensionament de les postures de la Fed i del BCE i les preocupacions al voltant del creixement econòmic global. Els episodis de risc relacionats amb els problemes de liquiditat de la banca regional nord-americana i l'esclat del conflicte entre Israel i Hamàs només van donar suport puntual a la divisa nord-americana. La lliura esterlina, en l'encreuament amb l'euro, es va revalorar lleugerament gràcies al major tensionament de tipus d'interès realitzat pel BoE.

Dòlars per euro. Font: Refinitiv.



Els mercats de renda variable van registrar un comportament positiu després de les importants correccions registrades l'any anterior. La majoria d'índexs borsaris globals van aconseguir registrar revaloracions. Per exemple, l'Stoxx 600 va avançar una mica més d'un 12% respecte al tancament de l'any anterior, mentre que l'IBEX 35 va aconseguir revalorar-se més d'un 20%. Als Estats Units, els avenços també van ser importants, sobretot en el cas de les empreses tecnològiques (el Nasdaq va aconseguir revalorar-se més d'un 40%).

Als països emergents, les primes de risc sobiranes es van comprimir lleugerament al llarg de l'any. L'esclat del conflicte entre Israel i Hamàs a la part final de l'any va tenir un impacte limitat en els mercats emergents. Les rendibilitats del deute públic domèstic a llarg termini, en general, es van desplaçar a la baixa al llarg de l'any, amb les principals excepcions de Mèxic (on es van veure arrossegades a l'alça per les rendibilitats dels Estats Units) i Turquia (arran de les pujades del tipus oficial). Pel que fa als tipus de canvi, els elevats tipus d'interès oficials als països emergents van continuar sent un suport per a les divises emergents. El peso mexicà va destacar especialment en positiu. En sentit contrari, cal destacar la important depreciació de la lira turca, arran d'una menor intervenció sobre aquesta per part de les autoritats del país, i del iuan, en un context de sortida d'inversió en cartera i de menys inversió estrangera directa a la Xina.

Per la seva banda, els mercats de criptoactius van registrar una lenta recuperació parcial de la seva valoració al llarg del 2023, després de la important correcció registrada el 2022 arran dels nombrosos col·lapses d'importantes entitats cripto. Aquesta recuperació de la valoració va estar recolzada, en part, per l'anticipació de l'aprovació als Estats Units d'ETFs (*exchange-traded funds*) que inverteixen en Bitcoin el comptat, que segons els analistes podrien atraure inversors tradicionals a aquest mercat. En qualsevol cas, la seva valoració encara es troba lluny dels màxims històrics registrats a finals del 2021.

2.2 Entorn del sector financer

Sector bancari

El sector bancari va mostrar uns nivells de capital adequats i un augment de la rendibilitat gràcies a la favorable evolució del marge d'interessos.

El sector bancari global va registrar durant la primera meitat del 2023 episodis puntuals d'inestabilitat, que es van mantenir acotats a la fallida dels bancs regionals nord-americans Silicon Valley Bank (SVB) i Signature Bank al març i a la compra de First Republic Bank per part de JP Morgan al maig. SVB es va enfrontar a una important crisi de liquiditat, resultat d'una mala gestió del seu balanç (un actiu en gran part invertit en deute públic i MBS a llarg termini quan els tipus eren baixos, i una elevada concentració de dipòsits en mans de relativament pocs clients) i d'una manca de regulació i supervisió als bancs petits i mitjans als Estats Units. En última instància, el FDIC (el fons de garantia de dipòsits nord-americà), la Fed i el Tresor van intervenir per garantir tots els fons dels dipositants de l'SVB i de Signature Bank, que estava afrontant problemes similars. Pel que fa a Credit Suisse, les autoritats van aconseguir tancar un acord perquè l'entitat fos adquirida per UBS. L'acord va incloure l'impagament als tenidors de bons AT1 de Credit Suisse abans que els accionistes haguessin d'assumir completament les pèrdues, cosa que va tenir implicacions per al mercat d'AT1. Les autoritats monetàries i reguladores a les diferents jurisdiccions van actuar amb promptitud i van aplicar mesures que van ser efectives per frenar el contagi financer. Això, juntament amb les diferències existents entre els bancs afectats i la resta del sector, va permetre que les conseqüències fossin limitades.

Aquests episodis van obrir un procés de revisió del marc de regulació i supervisió dels bancs regionals als Estats Units. A la UE es va posar el focus en la necessitat d'enfortir el marc de supervisió, fet que va tenir conseqüències per al procés de construcció europea, de manera que la Comissió Europea va proposar una reforma del marc de gestió de crisis bancàries (CMDI) i el marc d'assegurances de dipòsit per als bancs mitjans i petits. Altres debats que van sorgir a escala global van ser: (i) com frenar les sortides ràpides de dipòsits en moments d'estrès, ja que es produeixen per mitjans digitals, més difícils de controlar que els físics; (ii) la necessitat de revisar la cobertura del fons de garantia de dipòsits, augmentar el llindar màxim dels dipòsits garantits a les diferents jurisdiccions. D'altra banda, als Estats Units i al Regne Unit es va endarrerir l'entrada en vigor de Basilea III fins al juny del 2025.

Al llarg del 2023 nombrosos governs van introduir impostos extraordinaris al sector bancari i altres mesures heterodoxes. Els objectius principals eren augmentar la seva recaptació fiscal i mitigar l'impacte de les pujades de tipus sobre els agents econòmics. Pel que fa als impostos, van destacar els casos d'Espanya i d'Itàlia. A Espanya, l'impost als beneficis extraordinaris dels bancs, aplicat sobre els resultats del 2022 i del 2023, es va aprovar enmig de l'opinió desfavorable del BCE i de l'FMI pel seu disseny i els seus impactes sobre el sector

bancari. Posteriorment, el Govern va prorrogar la mesura un any més. A Itàlia, el Govern va haver de suavitzar el disseny de l'impost, de manera que finalment els bancs van tenir l'opció d'augmentar les provisions per evitar el pagament de l'impost. Altres mesures adoptades pels governs a la UE van incloure més pressió sobre els bancs per regular els preus bancaris, forçar acords sobre moratòries per al pagament d'hipoteques i establir impostos a la recompra d'accions per part dels bancs.

Durant el conjunt de l'any, la situació general dels bancs va mostrar uns nivells adequats de capital, amb una ràtio de capital CET1 que, segons les autoritats, es mantindria per sobre dels mínims requerits per la regulació 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. Els bancs europeus van operar en un entorn de menys liquiditat després del venciment de gran part de les TLTRO III, cosa que no va tenir, tanmateix, un impacte massa significatiu sobre les ràtios reguladores de liquiditat, que es van mantenir folgadamente per sobre dels mínims reguladors i les exigències del mercat. La qualitat de l'actiu no va registrar deteriorament, encara que sí que va augmentar la preocupació per l'exercici del sector immobiliari comercial, sobretot als Estats Units. En general, les condicions de concessió de crèdit bancari a les principals economies desenvolupades van ser compatibles amb un enduriment de les condicions financeres.

Pel que fa al sector bancari espanyol, el Banc d'Espanya (BdE) va assenyalar que, en l'escenari d'elevada incertesa i augment dels riscos derivats de les tensions geopolítiques, els bancs espanyols van continuar mostrant una evolució favorable de la rendibilitat, la solvència i la taxa de morositat. Els costos de finançament es van adaptar gradualment al nou règim de tipus d'interès. Els bancs van substituir finançament del BCE amb emissions de deute (sobretot sènior) i operacions del mercat interbancari (*repos*). Els bancs espanyols van mantenir una ràtio de cobertura de liquiditat (LCR) relativament elevada en relació amb la de països comparables, si bé acumulava una reducció significativa des del 2021 a causa de la reducció de les reserves excedentàries dipositades pels bancs al BCE. La transmissió de l'enduriment de la política monetària als tipus d'interès va ser més intensa en els préstecs que en els dipòsits, a causa, en part, de l'àmplia liquiditat amb què operaven els bancs. Tot i això, el BdE va apuntar a un increment progressiu dels costos del passiu en endavant. D'altra banda, va continuar demanant als bancs que augmentessin les provisions.

Estabilitat financera i política macroprudencial

Al llarg del 2023, les autoritats financeres van mantenir que els riscos a l'estabilitat financera a escala global es trobaven elevats i van mostrar més preocupació després de l'inici del conflicte a l'Orient Mitjà. Altres focus d'atenció van ser una potencial correcció desordenada dels preus del sector immobiliari comercial (sobretot als Estats Units i en alguns països europeus), la situació de les empreses, la debilitat econòmica d'algunes economies com la Xina i el potencial ajustament en el preu dels actius financers.

Les autoritats van continuar alertant dels riscos en el sector financer no bancari (SFNB), tot i que amb prou feines es va avançar en la regulació. Pel que fa als riscos, es va destacar l'augment del palanquejament sintètic i financer, que pot propagar els riscos a través del sector financer i provocar disrupcions; els desajustos estructurals de liquiditat, amb potencial de contagi a la resta del sector financer, i els

riscos de contrapart creats per l'exposició de derivats bancaris a l'SFNB. A Europa, les autoritats van mostrar preocupació per les obligacions de préstecs garantits (CLO), ja que només han existit fins ara en un entorn de tipus d'interès baixos.

Les autoritats europees van decidir no continuar amb la reforma del marc de política macroprudencial que estava previst incloure en la legislació de Basilea III i es va posposar, almenys, fins a la nova legislatura europea que començarà el 2024. Els països europeus no van avançar en l'acumulació de coixins de capital anticíclic (CCB), al contrari que el 2022, i el BdE el va mantenir al 0% a causa de l'evolució moderada del crèdit i del mercat immobiliari. Tanmateix, les autoritats europees i globals van advocar perquè el CCB se situï en nivells positius quan les condicions financeres estiguin normalitzades, cosa que va començar a augmentar la pressió sobre les autoritats nacionals per elevar aquest coixí fins a nivells al voltant del 2%.

Unió Bancària i Unió de Mercats de Capitals

Els avenços en termes de construcció europea van estar condicionats a l'episodi bancari del març del 2023. La Comissió Europea va proposar a l'abril reformar el marc de gestió de crisis bancàries (CMDI) i el marc d'assegurances de dipòsit per als bancs mitjans i petits. En la proposta es mantenia el límit de 100.000 euros per a les garanties dels dipòsits. Les mesures proposades tractaven d'incentivar el recurs a la resolució abans que la liquidació davant d'un episodi de crisi en bancs mitjans i petits, a fi de limitar l'ús de diners dels contribuents en cas de crisi bancària i protegir els dipositants. Per això, si un banc entrés en resolució i arribés el punt en què els dipositants haguessin d'assumir pèrdues, en lloc d'assumir-les els dipositants ho faria, en primer lloc, el fons de garantia de dipòsits. A més, s'harmonitzava el marc de garantia de dipòsits entre països i se n'estenia la cobertura, abastant també entitats públiques i diners de clients dipositats en determinades institucions financeres no bancàries i permetent una garantia superior als 100.000 euros en cas d'esdeveniments com transaccions d'habitatge, indemnitzacions d'assegurances i herències. La proposta ha de ser discutida pel Parlament Europeu i el Consell, i posteriorment el BCE donarà la seva opinió, si bé tant el banc central com la Junta Única de Resolució van donar suport a les mesures.

També relacionat amb la resolució bancària, el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) no serà finalment el *backstop* del Fons Únic de Resolució (FUR), a causa de l'oposició d'Itàlia, cosa que limita els recursos amb què actualment compta l'entramat europeu per afrontar possibles necessitats de resoldre bancs grans o esdeveniments sistèmics.

El Fons de Garantia de Dipòsits Europeu (EDIS) es va mantenir sense avenços malgrat la pressió inicial que va suposar l'episodi del març per reprendre la discussió. Tampoc no es van produir avenços en la Unió dels Mercats de Capitals.

Reptes per al sector bancari

La sostenibilitat va continuar estant a l'agenda dels supervisors el 2023. El BCE va publicar el segon test d'estrès climàtic (el primer es va publicar el 2021) al conjunt de l'economia, en què es va posar de manifest que la millor via per assolir una economia d'emissions netes zero és accelerar la transició, amb polítiques més decisives. A més, l'Autoritat Bancària Europea (EBA) va publicar el seu informe sobre la incorporació dels riscos climàtics en el marc prudencial de les institucions de crèdit i les empreses d'inversió, en què recomana mesures per accelerar la integració dels riscos mediambientals i socials en el Pilar 1. L'informe no recolza la introducció d'un *green supporting factor* ni d'un *brown penalising factor*, però sí que ajusta probabilitats d'impagament (PD) i les pèrdues esperades dels riscos impagats (LGD) i proposa una sèrie de mesures que cal adoptar en els propers tres anys. A més, es va aprovar l'estàndard europeu de bons verds, que previsiblement es començarà a aplicar a finals del 2024. L'estàndard és voluntari i estableix requeriments uniformes per als emissors de bons que facin servir la denominació "bon europeu verd" o "EuGB", de manera que es facilita la consistència i comparabilitat en el mercat de bons verds i es redueixen els riscos de *greenwashing*. L'autoritat macroprudencial Consell d'Estabilitat Financera d'Espanya va publicar el seu primer informe sobre els riscos del canvi climàtic sobre el sistema financer espanyol sota els escenaris emprats per les autoritats internacionals. L'informe assenyala que esdeveniments de sequeres i onades de calor importants tindrien un impacte negatiu sobre la solvència i la rendibilitat dels bancs, i considera que l'exposició de la cartera hipotecària dels bancs als riscos d'inundacions és limitada. La Comissió Europea va publicar un nou paquet de mesures per enfortir el marc europeu de finances sostenibles i contribuir als objectius de l'European Green Deal. Per la seva banda, en el marc de la cimera climàtica COP28 es van adoptar diversos compromisos, com una contribució més important dels països desenvolupats al fons de pèrdues i danys per a esdeveniments climàtics i l'ús d'energia renovable, alhora que es reconeix per primera vegada en l'acord final que els països han de transitar a fonts d'energia alternatives als combustibles fòssils de manera justa, ordenada i equitativa els propers anys. Pel que fa a iniciatives internacionals: (i) el programa de clima de les Nacions Unides (UNEP) va publicar el seu segon informe biennal de progrés en la implementació dels Principis de Banca Responsable de les Nacions Unides, que va valorar que s'han produït progressos considerables en la publicació dels impactes socials i mediambientals sobre les carteres; (ii) la TNFD va publicar les seves recomanacions finals per a la gestió i la divulgació de riscos relacionats amb la naturalesa i una guia d'implementació, l'equivalent a les recomanacions de la TCFD de clima, i (iii) la NGFS va publicar una versió inicial de les seves guies per a la supervisió dels riscos relacionats amb la naturalesa. Altres focus van ser l'augment dels riscos de litigiositat, sobretot als Estats Units, i la retirada de cobertures d'assegurances en determinades àrees.

Els processos de digitalització es van continuar accelerant i van donar lloc a diversos focus d'atenció. D'una banda, malgrat l'avenç continuat de les *big tech* en serveis financers i la insistència del sector bancari que es necessita una regulació que tingui en compte el principi de "mateixa activitat, mateix risc, mateixa regulació", els avenços sobre això van ser novament molt limitats. També va continuar concentrant una important preocupació la proliferació dels ciberatacs, tant en freqüència com en gravetat.

En l'àmbit regulador de la digitalització, davant l'evidència observada amb els col·lapses cripto del 2022 que en aquest cas els riscos no s'havien traslladat de l'ecosistema cripto al sistema financer tradicional gràcies al fet que els vincles entre tots dos, de moment, són limitats, les autoritats van veure la urgència de regular aquests mercats abans que

aquests vincles s'estrenyin i puguin arribar a representar un risc sistèmic per a l'estabilitat financera. Així, les autoritats van avançar amb les iniciatives per regular els mercats de criptoactius de manera important, especialment a la UE, on a mitjans d'any es va aprovar la Llei de mercats de criptoactius (MiCA). L'entrada en vigor de MiCA es produirà entre 12 i 18 mesos després de la seva aprovació, i les autoritats supervisoras europees van començar a publicar propostes sobre els requeriments que establiran per dur a terme les seves responsabilitats supervisoras que deriven de MiCA.

Les autoritats al Regne Unit també van avançar en aquests assumptes, però de manera una mica més lenta. Als Estats Units, les propostes legislatives per regular aquests mercats no van avançar de manera significativa, però les agències federals, i especialment la Securities Exchange Commission (SEC), van augmentar la pressió reguladora sobre els principals *exchanges* de criptoactius i en nombrosos casos van iniciar processos judicials contra aquestes entitats. El Comitè de Basilea, per la seva banda, va publicar al juny la versió final de l'estàndard del tractament prudencial que hauran d'aplicar els bancs a les seves exposicions a criptoactius a partir de l'1 de gener del 2025.

Pel que fa a les divises digitals de bancs centrals, els projectes van continuar avançant. El 2023 va destacar l'avenç del projecte de l'euro digital. El BCE va completar la fase de recerca, que va durar dos anys, i va iniciar la fase de preparació, que es preveu que també duri dos anys. El BCE va publicar un informe amb els resultats de la fase de recerca, en què va detallar les característiques que tindria l'euro digital en cas que s'acabi emetent. La fase de preparació inclourà la finalització de les normes de funcionament i la selecció dels proveïdors que podrien desenvolupar la plataforma i la infraestructura. La Comissió Europea, per la seva banda, va publicar una proposta de marc regulador per a l'euro digital, la discussió del qual previsiblement es retardarà fins després de les eleccions europees del 2024.

La Xina va continuar avançant amb el iuan digital, ampliant-ne l'ús, entre d'altres, en operacions de borsa puntuals, així com en pagaments transfronterers. El Regne Unit va publicar un document sobre el seu projecte de lliura digital al febrer. Mentrestant, els Estats Units van mantenir el seu projecte de dòlar digital en una fase més incipient i, de moment, no van observar motius clars per avançar. També es van continuar produint 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). De manera paral·lela, el BIS juntament amb l'FMI va començar a impulsar l'establiment d'infraestructures financeres públiques en *distributed ledger technology* (DLT), sota regles que estableixin els bancs centrals, i la tokenització d'actius financers tradicionals.

2.3 Visió 2024

Per al 2024 cal esperar un creixement econòmic global de caràcter fràgil i per sota dels potencials, condicionat per la materialització dels impactes del tensionament de la política monetària. Per regions, s'espera que persisteixin els ajustos estructurals a la Xina, mentre que a la zona euro la feblesa d'Alemanya contrasta amb una perifèria que es beneficia dels fons NGEU. Pel que fa als Estats Units, es preveu una desacceleració econòmica el 2024. En canvi, a Mèxic s'espera una dinàmica de creixement més favorable que als Estats Units, recolzada en relatiu pel procés de *near-shoring*, la favorable situació del mercat laboral i l'absència de desequilibris financers.

Es preveu que la inflació se segueixi moderant gradualment cap als objectius de política monetària, encara que aquests no s'aconsegueixin assolir fins a finals del 2024 o principis del 2025. La dinàmica de la inflació estaria especialment determinada per factors de caràcter domèstic, com ara la situació del mercat laboral, del mercat immobiliari i la política fiscal de cada país. Les inestables condicions d'oferta poden generar noves disrupcions en les cadenes de producció i noves pressions puntuals de costos.

En termes de política econòmica, és previsible que els bancs centrals retallin els tipus d'interès a mesura que la inflació es va moderant i apropant als seus objectius, per tal d'evitar un repunt addicional del tipus d'interès real. En tot aquest procés, els bancs centrals es podrien veure forçats a tolerar unes inflacions una mica per sobre dels seus objectius, si això aconsegueix evitar una hipotètica crisi financera i una recessió important.

Pel que fa als mercats financers, cal esperar que les rendibilitats del deute públic a curt termini retrocedeixin de mica en mica per les retallades de tipus oficials. Per part seva, les rendibilitats del deute públic a llarg termini s'espera que es mantinguin relativament estables, malgrat l'entorn de creixement econòmic feble i la moderació de la inflació, per les preocupacions sobre la situació fiscal, especialment als Estats Units. Les primes corporatives podrien assolir un nivell d'arribada més alt que la mitjana dels darrers anys. Respecte a les primes de risc del deute sobirà a la perifèria europea, es preveu que es mantinguin enrangades en nivells continguts i alineades amb els seus respectius *ratings*.

Quant al mercat de divises, es preveu que el dòlar es depreciï de mica en mica, una vegada es constati una major debilitat de l'economia nord-americana i la Reserva Federal comenci a reduir els tipus d'interès el 2024.

Espanya continua destacant en positiu davant de la resta d'Europa en aquest entorn. La recuperació de les rendes reals de les llars s'erigeix com un dels principals factors de suport, gràcies a l'evolució favorable del mercat laboral, la pujada dels salaris i la menor inflació. A més, la inversió de les empreses està recolzada pels menors problemes de subministrament, els fons NGEU i la licitació d'obra pública associada a aquests i per la liquiditat en el balanç de les empreses.

Dins de l'entorn financer, s'espera que el sector bancari registri una certa moderació de la rendibilitat, a causa del menor suport que suposarà el marge net d'interessos, i que la qualitat de l'actiu mostri un lleuger deteriorament. D'altra banda, s'esperen avenços en el marc regulador global sobre activitats vinculades als criptoactius i en l'emissió de divises digitals dels bancs centrals.