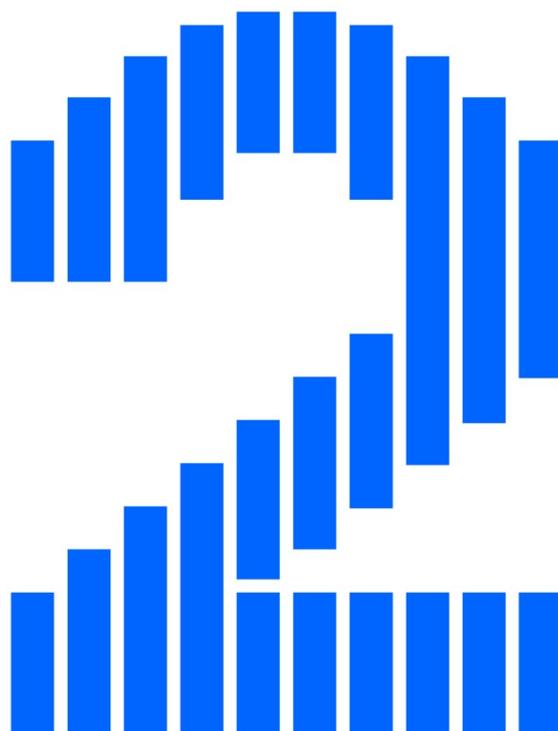


Entorno económico, sectorial y regulatorio



55	Entorno económico y financiero
65	Entorno del sector financiero
70	Visión 2024

Entorno económico, sectorial y regulatorio

2.1 Entorno económico y financiero

El año 2023 vino marcado, principalmente, por las subidas de los tipos de interés por parte de los bancos centrales.

El año 2023 vino condicionado por las subidas de los tipos de interés por parte de los bancos centrales y el progresivo traslado de sus impactos a la actividad económica. Solo en el tramo final del año se detuvo el ciclo de subidas de tipos oficiales cuando las autoridades monetarias señalaron que los tipos ya habrían alcanzado niveles suficientemente restrictivos. El avance en el proceso desinflacionista a lo largo del año, con las inflaciones registrando una clara senda a la baja, fue el principal argumento que permitió a los bancos centrales relajar su posicionamiento. En términos de actividad, las economías de la zona euro y Reino Unido sufrieron más en este entorno y mantuvieron una situación de práctico estancamiento, mientras que Estados Unidos se mostró más resiliente y sorprendió en positivo. Por otra parte, a lo largo del ejercicio tuvieron lugar distintos episodios puntuales de incertidumbre de distinta naturaleza, entre los que cabe destacar la quiebra de algunos bancos regionales estadounidenses, los problemas en Credit Suisse y el inicio de un nuevo conflicto bélico en Oriente Medio, entre Israel y Hamás. Las repercusiones económicas de estos eventos fueron limitadas y acotadas en el tiempo. Por último, en el ámbito de los mercados financieros, 2023 fue un año positivo para la mayoría de los activos financieros, después de un 2022 donde gran parte de los activos registraron pérdidas abultadas.

Entorno geopolítico

Los eventos geopolíticos siguieron representando un vector de incertidumbre en el panorama mundial. El estallido de un nuevo conflicto entre Israel y Hamás en el tramo final de 2023 revivió la inestabilidad en Oriente Medio. Con la eclosión del conflicto, los países árabes que estaban normalizando las relaciones con Israel bajo los denominados Acuerdos de Abraham, pausaron y/o pusieron bajo revisión este proceso. El mayor riesgo radica en una escalada del conflicto a nivel regional que pudiera provocar problemas en el suministro de petróleo y gas. La derivada más reciente de este conflicto fueron los ataques de los rebeldes hutíes de Yemen, simpatizantes de Palestina, a buques comerciales en el Mar Rojo, complicando el tráfico marítimo en la zona.

Por otro lado, el conflicto entre Rusia y Ucrania se mantuvo estancado y el país continúa dividido en su parte oriental. Por el lado de

Occidente, las sanciones a Rusia persistieron y el apoyo a Ucrania tanto a escala militar como económica se mantuvo, aunque la “fatiga” por parte de varios estados occidentales genera dudas sobre lo que pueda suceder en adelante.

En un segundo plano, la competencia geoestratégica entre China y Estados Unidos continuó, y la emergencia del Sur Global como actor a tener en consideración en las relaciones internacionales ganó importancia. La mayor relevancia de estos países en reuniones multilaterales como el G20, o las agrupaciones alternativas como los BRICS (especialmente después del anuncio de su próxima ampliación), estuvieron en el centro del debate geopolítico.

Actividad económica e inflación

La evolución económica global mostró una acusada divergencia entre el dinamismo de la economía estadounidense, que mostró una mayor fortaleza de lo esperado, y las economías europeas, rezagadas y prácticamente estancadas todo el año. España siguió destacando en positivo dentro de la zona euro, mientras que China se vio afectada por los impactos del ajuste de su sector inmobiliario.

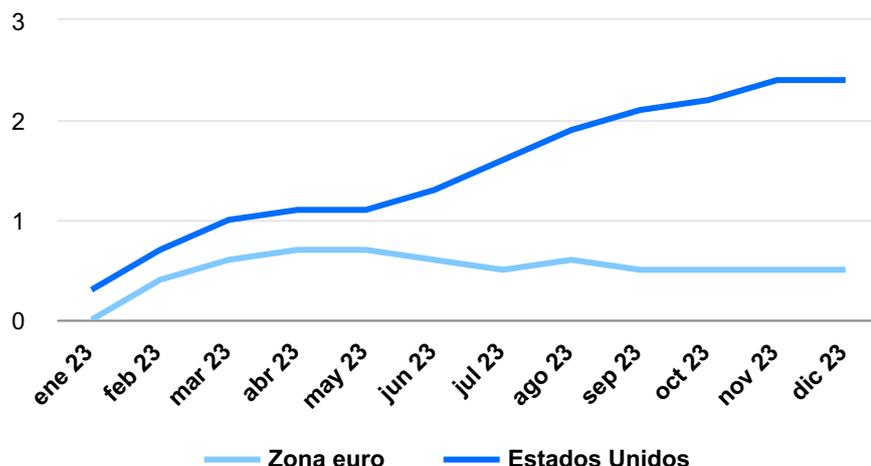
La inflación registró en 2023 un proceso de moderación desde los máximos observados en 2022.

En la zona euro, la actividad permaneció prácticamente estancada todo el año. La economía se vio lastrada por el tensionamiento de la política monetaria, la fragilidad de la demanda interna y la debilidad del sector industrial, especialmente en Alemania, que todavía continúa afectada por la crisis energética. En el ámbito fiscal, los gobiernos de la UE acordaron formalmente una propuesta de reforma del marco fiscal del bloque europeo a finales de año. Esta propuesta tendrá que ser negociada con el Parlamento Europeo y se espera que entre en vigor antes de las elecciones europeas, que se celebrarán en junio de 2024. En Reino Unido, la actividad también permaneció débil durante la mayor parte del año, con un crecimiento que se fue disipando a medida que avanzaba el año. El aumento de los tipos de interés y la inflación mermó la demanda doméstica. En el sector inmobiliario, se registraron caídas en los precios respecto al pico de 2022. En Estados Unidos, en cambio, la actividad se mostró más sólida y las estimaciones de crecimiento para 2023 se fueron revisando persistentemente al alza. La demanda interna y, en particular, el consumo privado fueron las principales palancas de crecimiento durante el año. El mercado laboral se mantuvo sólido en el conjunto del año y la tasa de paro permaneció por debajo del 4%. No obstante, el enfriamiento fue más evidente en la moderación de las vacantes, disminuyendo el grado de tensionamiento en el mercado de trabajo.

La evolución de la previsión de crecimiento económico para 2023 mostró una importante divergencia entre la zona euro y Estados Unidos.

Crecimiento económico de la zona euro vs Estados Unidos

Fuente: Consensus Economics.

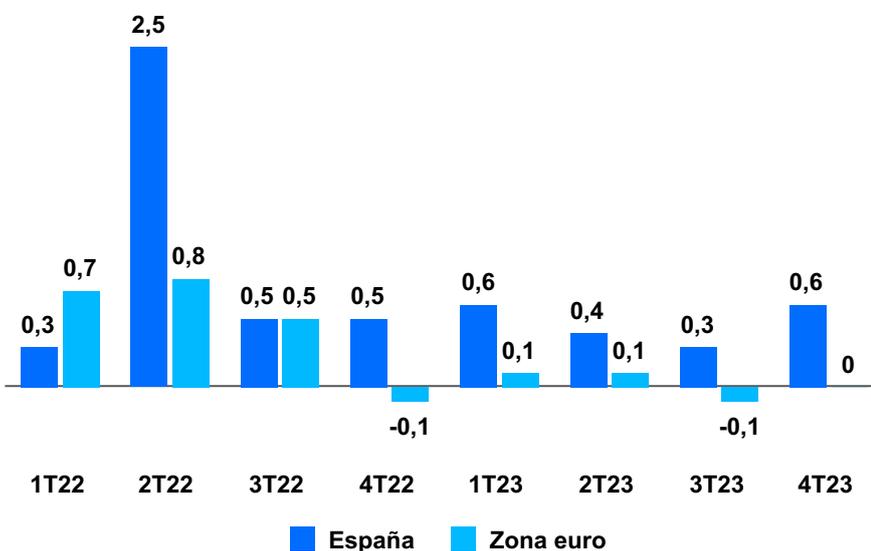


La economía española siguió destacando en positivo dentro de la zona euro.

En España, la economía mantuvo unas pautas de crecimiento similares durante el conjunto del año, pese al contexto de tipos de interés al alza, el peor comportamiento de los mercados de exportación y la pérdida de impulso derivado de la reapertura post-pandemia. Las previsiones de crecimiento para el ejercicio 2023 fueron mejorando a medida que avanzaba el año y el comportamiento de la economía española acabó siendo mucho más favorable que el del conjunto de la zona euro. Este mejor desempeño diferencial vino de la mano de un mayor peso del sector servicios (en un contexto de debilidad de la industria), una menor exposición a la ralentización económica de China, una menor inflación durante buena parte del año y una mejor posición de los balances de los agentes privados.

Crecimiento del PIB de España vs zona euro

(variación trimestral en porcentaje). Fuente: Eurostat.

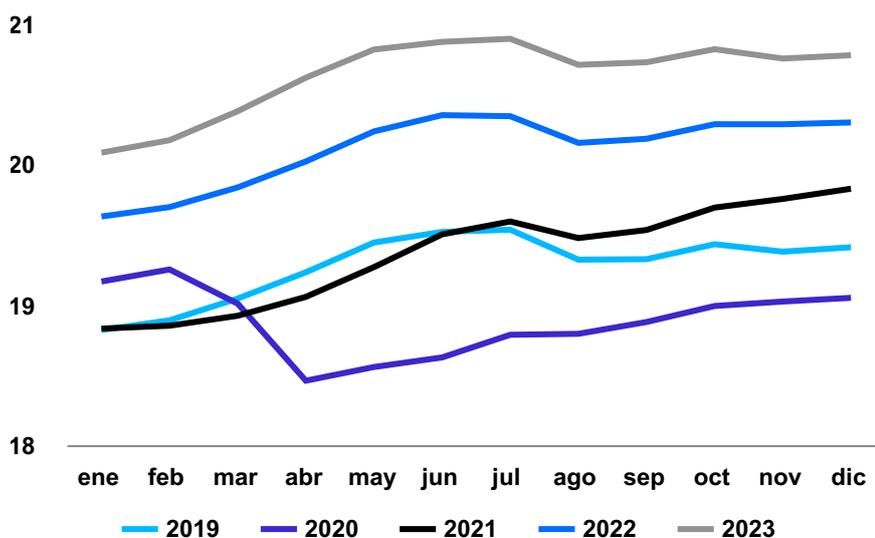


En 2023, el crecimiento en España vino impulsado por el consumo privado, que se vio apoyado por la recuperación del poder adquisitivo de los hogares y el buen comportamiento del mercado laboral. Así, se alcanzó una tasa de paro mínima desde 2008 y un máximo histórico en la ocupación, con un dinamismo importante de sectores con elevado valor añadido y una destacada recuperación de la inmigración, que representó un impulso para la fuerza laboral. Por su parte, la inversión residencial, impactada por la caída del crédito hipotecario, siguió alejada de sus niveles previos a la pandemia, al tiempo que la inversión empresarial también se mantuvo rezagada.

El número de ocupados en España está en máximos históricos.

Trabajadores afiliados a la Seguridad Social (millones).

Fuente: Ministerio de Seguridad Social.



En términos de política económica en España destacó, a principios de año, la aprobación de la segunda parte de la reforma de las pensiones, cuyo objetivo se centró en aumentar los ingresos del sistema. Por otra parte, en el segundo trimestre el Gobierno prorrogó hasta final de año la mayor parte de las medidas para paliar los impactos de la crisis energética. Posteriormente, en diciembre el Gobierno aprobó un decreto para prorrogar nuevamente varias de estas rebajas fiscales, así como la ampliación del Código de Buenas Prácticas para deudores hipotecarios y la prórroga del impuesto a los bancos durante 2024. Finalmente, destacó la aprobación de la adenda del Plan de Recuperación por parte de la Comisión Europea, que movilizará 94 mil millones de euros adicionales vinculados a los fondos NGEU. En cuanto al entorno político, se celebraron elecciones generales anticipadas en julio, tras las cuales se formó un Gobierno de coalición entre PSOE y Sumar, con el apoyo de varios partidos de ámbito autonómico.

Las economías emergentes se mostraron, en general, resilientes a pesar del contexto de tipos de interés elevados a nivel global. Ello se vio favorecido por la reapertura post-Covid en China y por unos precios de las materias primas en niveles todavía elevados. Además, las tendencias de relocalización industrial derivadas de un entorno geopolítico más fragmentado pudieron ser un apoyo adicional para algunos países emergentes. En México, por ejemplo, la inversión creció a tasas históricas de dos dígitos, en parte gracias al proceso de *near-shoring* con Estados Unidos. Adicionalmente, cabe destacar el giro positivo de la gestión de la política económica en Turquía, que pasó a tener un enfoque más ortodoxo. En este contexto, el proceso de desinflación en los países emergentes avanzó y algunos bancos centrales (especialmente, en

Sudamérica) pudieron llevar a cabo reducciones en sus tipos de interés oficiales.

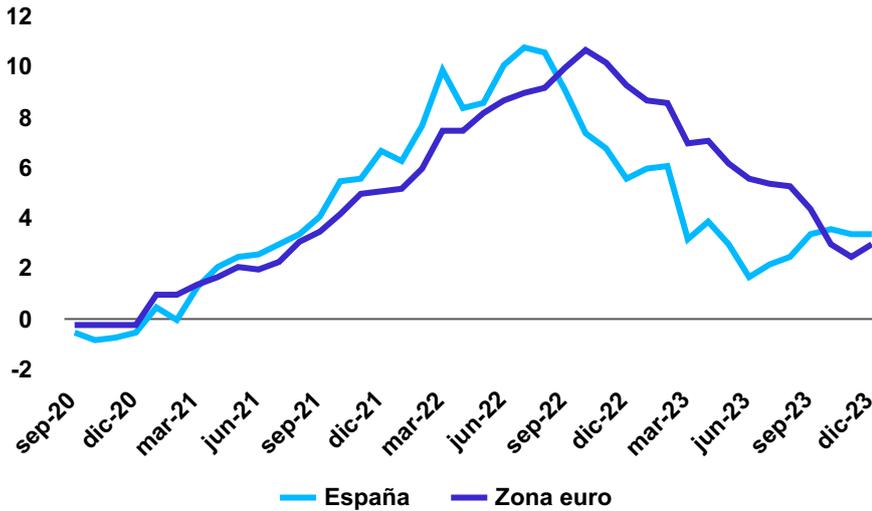
En China, la reapertura post-Covid impulsó al alza el crecimiento, aunque la reactivación fue más lenta de lo previsto. Esta se vio lastrada por la falta de confianza de los hogares en el sector inmobiliario y el retraso de las decisiones de inversión por parte de los mismos. De esta forma, el ajuste del sector inmobiliario, ya en marcha desde 2021, se intensificó. Los problemas de liquidez de los promotores inmobiliarios se agudizaron y aumentaron los temores de que los *defaults* en el sector pudieran generalizarse y extenderse también a los gobiernos locales. Esta problemática se mantuvo acotada gracias a que los promotores inmobiliarios públicos, en mejor posición de liquidez y apalancamiento, sostuvieron al sector. Además, el crédito al sector industrial siguió fluyendo y la inversión privada en el sector manufacturero creció a tasas saludables.

La inflación en las principales economías desarrolladas registró en 2023 un proceso de moderación desde los máximos observados en 2022. La corrección de los precios energéticos y de los bienes industriales, una vez resuelta la crisis energética y los problemas en las cadenas de suministros, estuvo detrás en buena medida de la moderación de la inflación general. El componente subyacente, más condicionado por el sector servicios y el dinamismo salarial, tuvo un comportamiento más parsimonioso, si bien también mostró una evidente tendencia a la baja.

En la zona euro, la inflación continuó con su proceso de moderación y se situó por debajo del 3,0% interanual por primera vez desde julio de 2021, gracias especialmente al componente energético. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, también se moderó, aunque se mantuvo en niveles históricamente elevados. En Reino Unido, la inflación general retrocedió desde los máximos alcanzados en 2022, pero la presión se trasladó a la inflación subyacente, que llegó a máximos desde 1992. El empuje desde el sector servicios, junto con el aumento del precio de los alimentos, llevaron a que la inflación en el país registrara un peor comportamiento que sus pares. El fuerte tensionamiento del mercado laboral, donde los salarios aumentaron por encima del 8% interanual, también contribuyó a la persistencia de la inflación. En Estados Unidos, la inflación continuó con su proceso de gradual desaceleración, aunque se mantuvo por encima del objetivo de política monetaria. Los salarios se moderaron paulatinamente a partir de la segunda mitad del año, lo que permitió que la presión sobre el índice subyacente se fuera conteniendo.

En España, la inflación estuvo condicionada por los efectos base de los productos energéticos, mostrando una tendencia a la baja y llegando a alcanzar una tasa interanual inferior al 2,0% en junio. A partir de entonces, el efecto base empezó a operar en dirección opuesta, elevando nuevamente la tasa de inflación interanual. La inflación subyacente, por su parte, siguió una gradual tendencia de desaceleración, influida especialmente por la desaceleración de los precios en la industria que, a diferencia del sector servicios, se vieron menos influidos por el aumento de los costes laborales.

IPCA de España vs zona euro (variación interanual en %). Fuente: Eurostat.

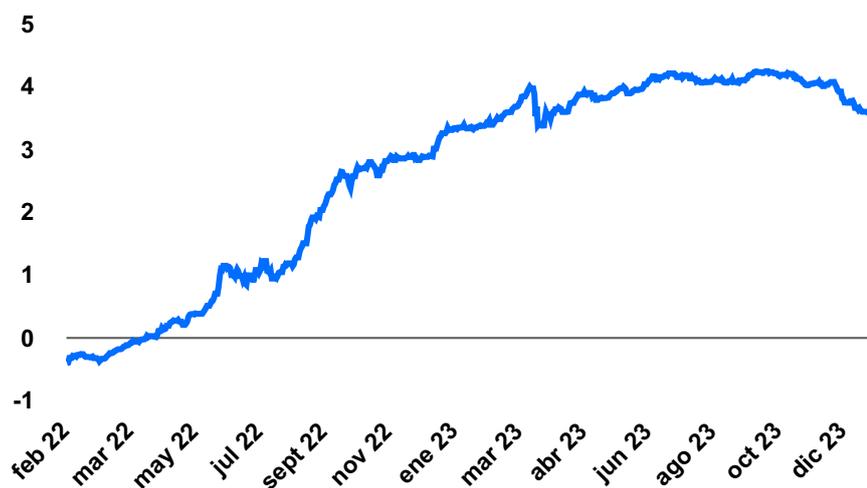


Política monetaria

Durante 2023, los bancos centrales de países desarrollados continuaron con el ciclo de subidas de tipos de interés, aunque a un ritmo algo menos intenso que en 2022. Solo en el tramo final de año, estos consideraron que se habían alcanzado niveles suficientemente restrictivos para mantener la inflación bajo control y señalaron que el ciclo de subidas podría haber llegado a su fin.

En la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) llevó a cabo un tensionamiento de su política monetaria sin precedentes. Así, continuó con el ciclo de subidas que inició en 2022 y acabó situando el tipo marginal de depósito en el 4,00%, máximo histórico. Asimismo, el tamaño del balance del banco central continuó retrocediendo, debido al vencimiento de las operaciones de financiación al sistema financiero TLTROs III y al inicio del proceso de reducción de las tenencias de los activos adquiridos bajo su programa de compras APP. Además, anunció que comenzaría a dejar de reinvertir parte de los vencimientos del PEPP, programa de compra de activos, en la segunda mitad de 2024. Por otra parte, el BCE dejó de remunerar las reservas obligatorias de las entidades bancarias.

Euribor 12M (%). Fuente: Refinitiv.



En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) prosiguió con el ciclo de subidas y el rango del tipo de interés oficial alcanzó el 5,25%-5,50% a mediados de año. En su última reunión del año, la Fed señaló que el ciclo de subidas había llegado a su fin y que incluso estaban empezando a discutir futuros recortes de tipos, lo que supuso un apoyo adicional para el comportamiento de distintos activos financieros. En cuanto a la política de balance, su reducción se vio interrumpida tras el episodio de inestabilidad financiera desencadenado por el colapso de Silicon Valley Bank, a raíz del cual la Fed estableció nuevas facilidades de financiación extraordinarias para el sistema bancario. No obstante, una vez resuelto el suceso, se continuó con la reducción del tamaño de balance a través de dejar de reinvertir la deuda que le vencía.

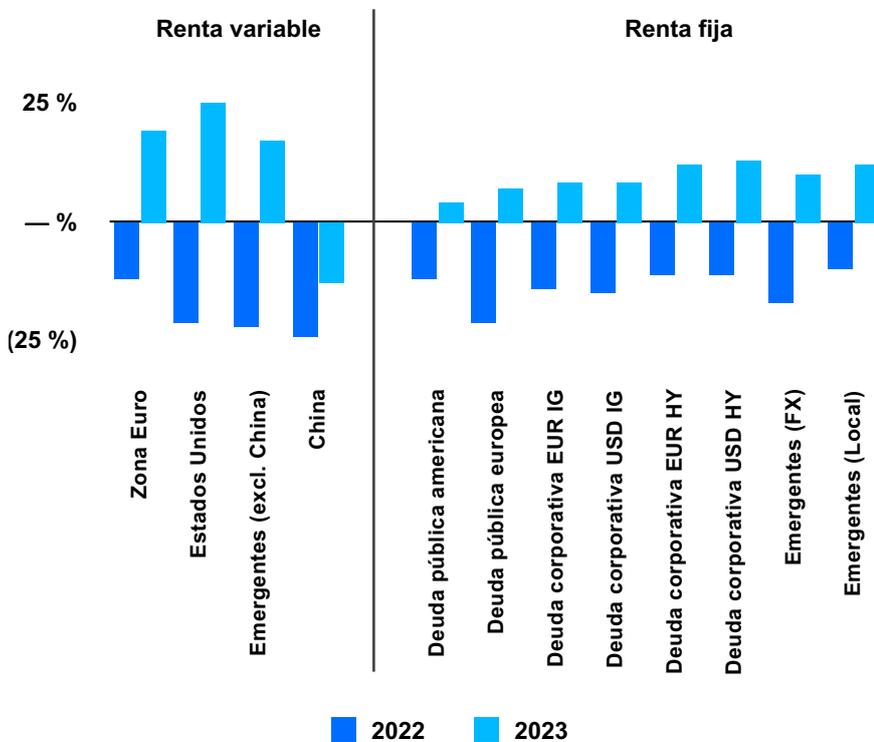
En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE), llevó el tipo rector hasta el 5,25% después de que las presiones inflacionistas se intensificaran en la primera parte de año. Además, continuó con el programa de reducción de balance y se deshizo de la práctica totalidad de las tenencias de deuda corporativa (cerca de 18 mil millones de libras) y de 93 mil millones de libras de deuda pública adquirida bajo el APF (Asset Purchase Facility). En esta línea, el BoE anunció que continuaría con la reducción del balance y estimó una reducción de 100 mil millones de libras de tenencias de deuda pública para el próximo año fiscal (octubre 2023 - septiembre 2024).

En México, el banco central finalizó el ciclo de subidas del tipo oficial en la primera parte del año en el 11,25% y lo mantuvo inalterado durante la segunda mitad de 2023. El Banxico no empezó todavía a discutir posibles bajadas de tipos y continuó considerando que los riesgos sobre la inflación continuaban sesgados al alza. Ello contrastó con la situación de otros países latinoamericanos, como Brasil, Chile o Perú, donde se iniciaron las bajadas de tipos en la segunda parte del año. Esta también fue la tónica en China, donde las autoridades adoptaron medidas de laxitud monetaria de forma comedida para apoyar la reactivación económica. En sentido contrario, los tipos de interés de referencia se incrementaron de forma pronunciada en Turquía, en un contexto de inflaciones de dos dígitos.

Los mercados financieros presentaron un mejor comportamiento en 2023 en comparación con el año anterior.

Los mercados financieros presentaron un mejor comportamiento en 2023 en comparación con el año anterior, cuando gran parte de los activos financieros registraron pérdidas abultadas. Los problemas de liquidez relacionados con la banca regional estadounidense y el estallido del conflicto entre Israel y Hamás tuvieron un impacto inicial negativo, pero en poco tiempo se consiguió revertir por completo. Las rentabilidades de la deuda pública mostraron una tendencia alcista durante buena parte del año, pero revirtieron totalmente este movimiento en el tramo final de año, con algunas sorpresas a la baja en datos de inflación y el giro de la política monetaria de la Fed. El mejor comportamiento de los activos de riesgo tuvo que ver con el fin del ciclo de subidas de los bancos centrales, las mayores bajadas de tipos incorporadas de cara a 2024 y el boom de las empresas relacionadas con la inteligencia artificial. Las primas de riesgo de la periferia europea y corporativas presentaron un buen comportamiento. Por su parte, el euro registró una pronunciada volatilidad en su cruce frente al dólar, moviéndose al son del diferencial de tipos y de la divergencia de crecimiento económico por regiones.

Retornos de varios activos financieros (en %, por año). Fuente: Refinitiv.

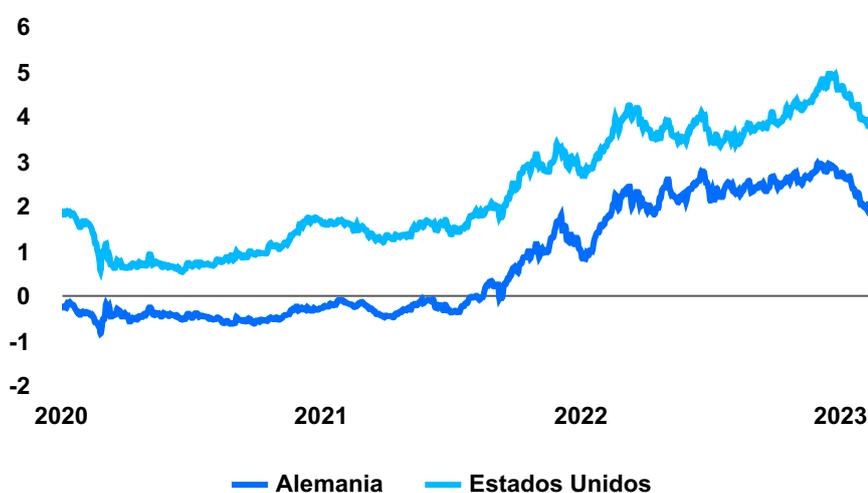


Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo mostraron una tendencia alcista durante buena parte del año. En Estados Unidos, la rentabilidad de la deuda a 10 años llegó a alcanzar niveles máximos desde 2007, mientras que en Alemania tocó niveles que no se

observaban desde 2011. Las rentabilidades se vieron presionadas al alza por el tensionamiento de la política monetaria, la resiliencia de la economía de Estados Unidos y las preocupaciones en torno a las elevadas necesidades de financiación de los soberanos (algo que fue agravado por el deterioro de las cuentas públicas del país norteamericano). Esto último tuvo un impacto especialmente destacado en los mercados financieros debido al contexto de reducción de los balances de los bancos centrales y al viraje de la demanda de deuda pública hacia inversores más sensibles al precio. En los dos últimos meses del año, algunas sorpresas a la baja en datos de precios y el giro en la política de comunicación de los bancos centrales (especialmente de la Fed), supuso un vuelco en las rentabilidades, que revirtieron totalmente el movimiento alcista del año. La rentabilidad de la deuda a 10 años de Estados Unidos cerró el año en el mismo nivel que 2022, mientras que la de Alemania lo hizo unos 50 puntos básicos por debajo.

Rentabilidad de la deuda pública estadounidense y alemana a 10 años (%).

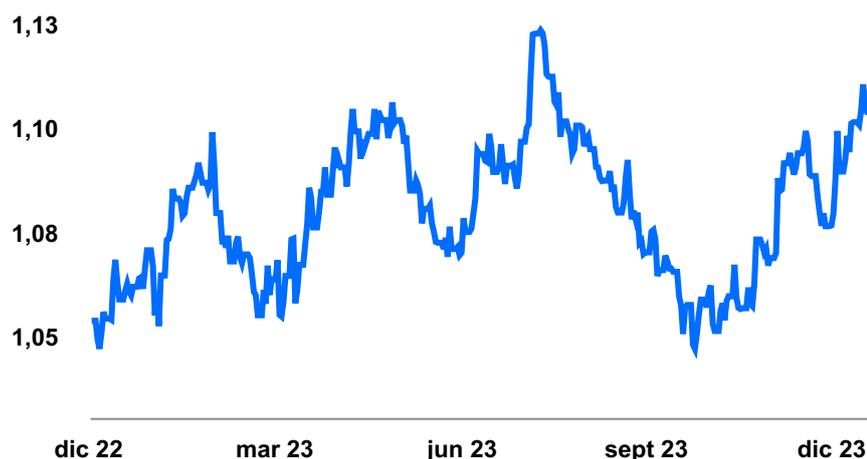
Fuente: Refinitiv.



Las primas de riesgo soberanas periféricas se situaron en unos niveles inferiores a los del cierre de 2022, respaldadas por los programas de emergencia del BCE, los fondos NGEU de la UE y algunas acciones positivas por las agencias de *rating*. La prima de riesgo de Italia se vio presionada al alza en la parte final del año, debido al mal comportamiento de las cuentas públicas y a la revisión al alza de las previsiones de déficit fiscal para los próximos años. En cualquier caso, las principales agencias de *rating* mantuvieron sin cambios la calificación crediticia de Italia e incluso Moody's mejoró su perspectiva de negativa a estable (Moody's sitúa el *rating* de Italia en el último nivel de grado de inversión). En positivo, destacó Grecia, que consiguió el grado de inversión en su deuda pública por parte de la agencia de rating Standard & Poor's, algo que no ocurría desde 2010. Además, Fitch y Moody's elevaron el *rating* de Portugal hasta A-.

Respecto a las divisas de países desarrollados, el dólar registró varios vaivenes en su cruce frente al euro para terminar el año en niveles algo más depreciados respecto al cierre de 2022 (1,10 USD/EUR). La divisa se vio mayoritariamente afectada por la divergencia entre el tensionamiento de las posturas de la Fed y del BCE y las preocupaciones en torno al crecimiento económico global. Los episodios de riesgo relacionados con los problemas de liquidez de la banca regional estadounidense y con el estallido del conflicto entre Israel y Hamás sólo dieron apoyo puntual a la divisa norteamericana. La libra esterlina, en su cruce frente al euro, se apreció ligeramente gracias al mayor tensionamiento de tipos de interés realizado por el BoE.

Dólares por euro. Fuente: Refinitiv.



Los mercados de renta variable registraron un comportamiento positivo, después de las importantes correcciones registradas el año anterior. La mayor parte de índices bursátiles globales consiguieron registrar revalorizaciones. Por ejemplo, el Stoxx 600 avanzó algo más de un 12% respecto al cierre del año anterior, mientras que el IBEX 35 consiguió revalorizarse más de un 20%. En Estados Unidos, los avances también fueron importantes, sobre todo en el caso de las empresas tecnológicas (el Nasdaq consiguió revalorizarse más de un 40%).

En los países emergentes, las primas de riesgo soberanas se comprimieron ligeramente a lo largo del año. El estallido del conflicto entre Israel y Hamás en la parte final del año tuvo un impacto limitado en los mercados emergentes. Las rentabilidades de la deuda pública doméstica a largo plazo, en general, se desplazaron a la baja a lo largo del año, con las principales excepciones de México (donde se vieron arrastradas al alza por las rentabilidades de Estados Unidos) y Turquía (a raíz de las subidas del tipo oficial). Respecto a los tipos de cambio, los elevados tipos de interés oficiales en los países emergentes siguieron siendo un apoyo para las divisas emergentes. El peso mexicano destacó especialmente en positivo. En sentido contrario, cabe destacar la importante depreciación de la lira turca a raíz de una menor intervención sobre la misma por parte de las autoridades del país, y del yuan, en un contexto de salida de inversión en cartera y de menor inversión extranjera directa en China.

Por su parte, los mercados de criptoactivos registraron una lenta recuperación parcial de su valoración a lo largo de 2023, tras la importante corrección registrada en 2022 a raíz de los numerosos colapsos de importantes entidades cripto. Esta recuperación de la valoración vino apoyada, en parte, por la anticipación de la aprobación en Estados Unidos de ETFs (Exchange Traded Funds) que invierten en Bitcoin al contado, que según los analistas podrían atraer a inversores tradicionales a este mercado. En cualquier caso, su valoración todavía se encuentra lejana a los máximos históricos registrados a finales de 2021.

2.2 Entorno del sector financiero

Sector bancario

El sector bancario mostró unos niveles adecuados de capital y un aumento de la rentabilidad gracias a la favorable evolución del margen de intereses.

El sector bancario global registró en la primera mitad de 2023 episodios puntuales de inestabilidad, que se mantuvieron acotados a la quiebra de los bancos regionales estadounidenses Silicon Valley Bank (SVB) y Signature Bank en marzo y a la compra de First Republic Bank por parte de JP Morgan en mayo. SVB se enfrentó a una importante crisis de liquidez, resultado de una mala gestión de su balance (un activo en gran parte invertido en deuda pública y MBS a largo plazo cuando los tipos eran bajos, y una elevada concentración de depósitos en manos de relativamente pocos clientes) y de una falta de regulación y supervisión a los bancos pequeños y medianos en Estados Unidos. En última instancia, el FDIC (el fondo de garantía de depósitos estadounidense), la Fed y el Tesoro intervinieron para garantizar todos los fondos de los depositantes del SVB y de Signature Bank, que estaba enfrentando problemas similares. En cuanto a Credit Suisse, las autoridades consiguieron cerrar un acuerdo para que la entidad fuera adquirida por UBS. El acuerdo incluyó el impago a los tenedores de bonos AT1 de Credit Suisse antes de que los accionistas tuviesen que asumir completamente las pérdidas, lo que tuvo implicaciones para el mercado de AT1. Las autoridades monetarias y regulatorias en las distintas jurisdicciones actuaron con prontitud y aplicaron medidas que fueron efectivas para frenar el contagio financiero. Ello, junto con las diferencias existentes entre los bancos afectados y el resto del sector, permitió que las consecuencias fuesen limitadas.

Estos episodios abrieron un proceso de revisión del marco de regulación y supervisión de los bancos regionales en Estados Unidos. En la UE se puso el foco en la necesidad de fortalecer el marco de supervisión y tuvo consecuencias para el proceso de construcción europea, de forma que la Comisión Europea propuso una reforma del marco de gestión de crisis bancarias (CMDI) y el marco de seguros de depósito para los bancos medianos y pequeños. Otros debates que surgieron a nivel global fueron: (i) cómo frenar las rápidas salidas de depósitos en momentos de estrés, ya que se producen por medios digitales, más difíciles de controlar que los físicos; (ii) la necesidad de revisar la cobertura del fondo de garantía de depósitos, aumentar el umbral máximo de los depósitos garantizados en las diferentes jurisdicciones. Por otro lado, en Estados Unidos y Reino Unido se retrasó la entrada en vigor de Basilea III hasta junio de 2025.

A lo largo de 2023 numerosos gobiernos introdujeron impuestos extraordinarios al sector bancario y otras medidas heterodoxas. Los principales objetivos eran aumentar su recaudación fiscal y mitigar el impacto de las subidas de tipos sobre los agentes económicos. En cuanto a los impuestos, destacaron los casos de España y de Italia. En España, el impuesto a los beneficios extraordinarios de los bancos,

aplicado sobre los resultados de 2022 y 2023, se aprobó en medio de la opinión desfavorable del BCE y del FMI por su diseño y sus impactos sobre el sector bancario. Posteriormente el Gobierno prorrogó la medida un año más. En Italia, el Gobierno tuvo que suavizar el diseño del impuesto, de forma que finalmente los bancos tuvieron la opción de aumentar las provisiones para evitar el pago del impuesto. Otras medidas adoptadas por los gobiernos en la UE incluyeron una mayor presión sobre los bancos para regular los precios bancarios, forzar acuerdos sobre moratorias para el pago de hipotecas y establecer impuestos a la recompra de acciones por parte de los bancos.

En el conjunto del año, la situación general de los bancos mostró unos niveles adecuados de capital, con una ratio de capital CET1 que, según las autoridades, se mantendría por encima de los mínimos requeridos por la regulación 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. Los bancos europeos operaron en un entorno de menor liquidez tras el vencimiento de gran parte de las TLTRO III, lo que sin embargo no tuvo un impacto demasiado significativo sobre las ratios regulatorias de liquidez, que se mantuvieron holgadamente por encima de los mínimos regulatorios y las exigencias del mercado. La calidad del activo no registró deterioro, aunque sí que aumentó la preocupación por el desempeño del sector inmobiliario comercial, sobre todo en Estados Unidos. En general, las condiciones de concesión de crédito bancario en las principales economías desarrolladas fueron compatibles con un endurecimiento de las condiciones financieras.

Respecto al sector bancario español, el Banco de España (BdE) señaló que, en el escenario de elevada incertidumbre y aumento de los riesgos derivados de las tensiones geopolíticas, los bancos españoles siguieron mostrando una evolución favorable de la rentabilidad, solvencia y tasa de morosidad. Los costes de financiación se adaptaron gradualmente al nuevo régimen de tipos de interés. Los bancos sustituyeron financiación del BCE con emisiones de deuda (sobre todo senior) y operaciones del mercado interbancario (repos). Los bancos españoles mantuvieron una ratio de cobertura de liquidez (LCR) relativamente elevada en relación con la de países comparables, si bien acumulaba una significativa reducción desde 2021 debido a la reducción de las reservas excedentarias depositadas por los bancos en el BCE. La transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los tipos de interés fue más intensa en los préstamos que en los depósitos, debido, en parte, a la amplia liquidez con la que operaban los bancos. Sin embargo, el BdE apuntó a un incremento progresivo de los costes del pasivo en adelante. Por otro lado, siguió pidiendo a los bancos que aumentasen sus provisiones.

Estabilidad financiera y política macroprudencial

A lo largo de 2023, las autoridades financieras mantuvieron que los riesgos a la estabilidad financiera a nivel global se encontraban elevados y mostraron mayor preocupación tras el inicio del conflicto en Oriente Medio. Otros focos de atención fueron una potencial corrección desordenada de los precios del sector inmobiliario comercial (sobre todo en Estados Unidos y en algunos países europeos), la situación de las empresas, la debilidad económica de algunas economías como China y el potencial ajuste en el precio de los activos financieros.

Las autoridades siguieron alertando de los riesgos en el sector financiero no bancario (SFNB), aunque apenas se avanzó en su

regulación. Respecto a los riesgos, se destacó el aumento del apalancamiento sintético y financiero, que puede propagar los riesgos a través del sector financiero y provocar disrupciones; los desajustes estructurales de liquidez, con potencial de contagio al resto del sector financiero; y los riesgos de contraparte creados por la exposición de derivados bancarios al SFNB. En Europa, las autoridades mostraron preocupación por las obligaciones de préstamos garantizados (CLO), ya que solo han existido hasta el momento en un entorno de bajos tipos de interés.

Las autoridades europeas decidieron no continuar con la reforma del marco de política macroprudencial que estaba previsto incluir en la legislación de Basilea III y se pospuso, al menos, hasta la nueva legislatura europea que comenzará en 2024. Los países europeos no avanzaron en la acumulación de colchones de capital contracíclico (CCyB), al contrario que en 2022, y el BdE lo mantuvo en el 0% debido a la evolución moderada del crédito y del mercado inmobiliario. No obstante, las autoridades europeas y globales abogaron por que el CCyB se sitúe en niveles positivos cuando las condiciones financieras estén normalizadas, lo que comenzó a aumentar la presión sobre las autoridades nacionales para elevar ese colchón hasta niveles en torno al 2%.

Unión Bancaria y Unión de Mercados de Capitales

Los avances en términos de construcción europea estuvieron condicionados al episodio bancario de marzo de 2023. La Comisión Europea propuso en abril reformar el marco de gestión de crisis bancarias (CMDI) y el marco de seguros de depósito para los bancos medianos y pequeños. En la propuesta se mantenía el límite de 100.000 euros para las garantías de los depósitos. Las medidas propuestas trataban de incentivar el recurso a la resolución antes que la liquidación ante un episodio de crisis en bancos medianos y pequeños, con el fin de limitar el uso de dinero de los contribuyentes en caso de crisis bancaria y proteger a los depositantes. Para ello, si un banco entrase en resolución y llegase el punto en el que los depositantes tuviesen que asumir pérdidas, en lugar de asumirlas los depositantes lo haría en primer lugar el fondo de garantía de depósitos. Además, se armonizaba el marco de garantía de depósitos entre países y se extendía su cobertura, abarcando también a entidades públicas y al dinero de clientes depositado en determinadas instituciones financieras no bancarias y permitiendo una garantía mayor a los 100.000 euros ante eventos como transacciones de vivienda, indemnizaciones de seguros y herencias. La propuesta tiene que ser discutida por el Parlamento Europeo y el Consejo y posteriormente el BCE dará su opinión, si bien tanto el banco central como la Junta Única de Resolución respaldaron las medidas.

También relacionado con la resolución bancaria, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) no será finalmente el *backstop* del Fondo Único de Resolución (FUR), debido a la oposición de Italia, lo que limita los recursos con los que actualmente cuenta el entramado europeo para enfrentar posibles necesidades de resolver bancos grandes o eventos sistémicos.

El Fondo de Garantía de Depósitos Europeo (EDIS) se mantuvo sin avances a pesar de la presión inicial que supuso el episodio de marzo para retomar la discusión. Tampoco se produjeron avances en la Unión de los Mercados de Capitales.

Retos para el sector bancario

La sostenibilidad siguió estando en la agenda de los supervisores en 2023. El BCE publicó su segundo stress test climático (el primero se publicó en 2021) al conjunto de la economía, en el que se puso de manifiesto que la mejor vía para alcanzar una economía de emisiones netas cero es acelerar la transición, con políticas más decisivas. Además, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) publicó su informe sobre la incorporación de los riesgos climáticos en el marco prudencial de las instituciones de crédito y las empresas de inversión, en el que recomienda medidas para acelerar la integración de los riesgos medioambientales y sociales en el Pilar 1. El informe no apoya la introducción de un *green supporting factor* ni de un *brown penalising factor*, pero sí ajusta probabilidades de impago (PD) y las pérdidas esperadas de los riesgos impagados (LGD) y propone una serie de medidas a adoptar en los próximos tres años. Además, se aprobó el estándar europeo de bonos verdes, que previsiblemente se empezará a aplicar a finales de 2024. El estándar es voluntario y establece requerimientos uniformes para los emisores de bonos que usen la denominación “bono europeo verde” o “EuGB”, de forma que se facilita la consistencia y comparabilidad en el mercado de bonos verdes y se reducen los riesgos de *greenwashing*. La autoridad macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera de España publicó su primer informe acerca de los riesgos del cambio climático sobre el sistema financiero español bajo los escenarios empleados por las autoridades internacionales. El informe señala que eventos de sequías y de olas de calor severas tendrían un impacto negativo sobre la solvencia y la rentabilidad de los bancos y considera que la exposición de la cartera hipotecaria de los bancos a los riesgos de inundaciones es limitada. La Comisión Europea publicó un nuevo paquete de medidas para fortalecer el marco europeo de finanzas sostenibles y contribuir a los objetivos del European Green Deal. Por su parte, en el marco de la cumbre climática COP28 se adoptaron diversos compromisos, como una mayor contribución de los países desarrollados al fondo de pérdidas y daños para eventos climáticos y el uso de energía renovable, al tiempo que se reconoce por primera vez en el acuerdo final que los países deben transitar a fuentes de energía alternativas a los combustibles fósiles de forma justa, ordenada y equitativa en los próximos años. A nivel de iniciativas internacionales: (i) el programa de clima de Naciones Unidas (UNEP) publicó su segundo informe bienal de progreso en la implementación de los Principios de Banca Responsable de Naciones Unidas, que valoró que se han producido progresos considerables en la publicación de los impactos sociales y medioambientales sobre las carteras; (ii) la TNFD publicó sus recomendaciones finales para la gestión y divulgación de riesgos relacionados con la naturaleza y una guía de implementación, el equivalente a las recomendaciones de la TCFD de clima; y (iii) la NGFS publicó una versión inicial de sus guías para la supervisión de los riesgos relacionados con la naturaleza. Otros focos fueron el aumento de los riesgos de litigiosidad, sobre todo en Estados Unidos, y la retirada de coberturas de seguros en determinadas áreas.

Los procesos de digitalización continuaron acelerándose, dando lugar a diversos focos de atención. Por un lado, a pesar del avance continuado 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 nuevamente muy limitados. También continuó concentrando una importante preocupación la proliferación de los ciberataques, tanto en frecuencia como en severidad.

En el ámbito regulatorio de la digitalización, ante la evidencia observada con los colapsos cripto de 2022 de que en ese caso los

riesgos no se habían trasladado del ecosistema cripto al sistema financiero tradicional gracias a que los vínculos entre ambos, de momento, son limitados, las autoridades vieron la urgencia de regular estos mercados antes de que estos vínculos se estrecharan y pudieran llegar a representar un riesgo sistémico para la estabilidad financiera. Así, las autoridades avanzaron con las iniciativas para regular los mercados de criptoactivos de forma importante, especialmente en la UE, donde a mediados de año se aprobó la ley de Mercados de CriptoActivos (MiCA). La entrada en vigor de MiCA se producirá entre 12 y 18 meses después de su aprobación y las autoridades supervisoras europeas comenzaron a publicar propuestas sobre los requerimientos que establecerán para llevar a cabo sus responsabilidades supervisoras que derivan de MiCA.

Las autoridades en Reino Unido también avanzaron en estos asuntos, pero de forma algo más lenta. En Estados Unidos, las propuestas legislativas para regular estos mercados no avanzaron de forma significativa, pero las agencias federales, y en especial la Securities Exchange Commission (SEC), aumentaron la presión regulatoria sobre los principales *exchanges* de criptoactivos y en numerosos casos iniciaron procesos judiciales contra estas entidades. El Comité de Basilea, por su parte, publicó en junio la versión final del estándar del tratamiento prudencial que tendrán que aplicar los bancos a sus exposiciones a criptoactivos a partir del 1 de enero de 2025.

Respecto a las divisas digitales de bancos centrales, los proyectos continuaron avanzando. En 2023 destacó el avance del proyecto del euro digital. El BCE completó la fase de investigación, que duró dos años, y dio inicio a la fase de preparación, que se prevé que también dure dos años. El BCE publicó un informe con los resultados de la fase de investigación en el que detalló las características que tendría el euro digital en el caso de acabar emitiéndose. La fase de preparación incluirá la finalización de las normas de funcionamiento y la selección de los proveedores que podrían desarrollar la plataforma y la infraestructura. La Comisión Europea, por su parte, publicó una propuesta de marco regulatorio para el Euro Digital, cuya discusión previsiblemente se retrasará hasta después de las elecciones europeas de 2024.

China continuó avanzando con el yuan digital ampliando su uso, entre otros, en operaciones de bolsa puntuales, así como en pagos transfronterizos. Reino Unido publicó un documento sobre su proyecto de libra digital en febrero. Mientras, Estados Unidos mantuvo su proyecto de dólar digital en una fase más incipiente y, de momento, no observó motivos claros para avanzar. También continuaron produciéndose 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). De manera paralela, el BIS junto al FMI comenzaron a impulsar el establecimiento de infraestructuras financieras públicas en *Distributed Ledger Technology* (DLT), bajo reglas que establezcan los bancos centrales, y la tokenización de activos financieros tradicionales.

2.3 Visión 2024

Cabe esperar para 2024 un crecimiento económico global de carácter frágil y por debajo de los potenciales, condicionado por la materialización de los impactos del tensionamiento de la política monetaria. Por regiones, se espera que persistan los ajustes estructurales en China, mientras en la zona euro la debilidad de Alemania contrasta con una periferia que se beneficia de los fondos NGEU. Por lo que respecta a Estados Unidos, se prevé una desaceleración económica en 2024. En cambio, en México se espera una dinámica de crecimiento más favorable que en Estados Unidos, apoyada en relativo por el proceso de *near-shoring*, la favorable situación del mercado laboral y la ausencia de desequilibrios financieros.

Se prevé que la inflación se siga moderando gradualmente hacia los objetivos de política monetaria, aunque estos no se consigan alcanzar hasta finales de 2024 o principios de 2025. La dinámica de la inflación vendría especialmente determinada por factores de carácter doméstico, como la situación del mercado laboral, del mercado inmobiliario y la política fiscal de cada país. Las inestables condiciones de oferta pueden generar nuevas disrupciones en las cadenas de producción y nuevas presiones puntuales de costes.

En términos de política económica, es previsible que los bancos centrales recorten los tipos de interés a medida que la inflación se va moderando y acercando a sus objetivos, con el fin de evitar un repunte adicional del tipo de interés real. En todo este proceso, los bancos centrales podrían verse forzados a tolerar unas inflaciones algo por encima de sus objetivos, si eso consigue evitar una hipotética crisis financiera y una recesión importante.

Respecto a los mercados financieros, cabe esperar que las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo retrocedan paulatinamente de la mano de los recortes de tipos oficiales. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se espera que se mantengan relativamente estables, a pesar del entorno de crecimiento económico débil y moderación de la inflación, por las preocupaciones sobre la situación fiscal, especialmente en Estados Unidos. Las primas corporativas podrían alcanzar un nivel de llegada más alto que el promedio de los últimos años. Respecto a las primas de riesgo de la deuda soberana en la periferia europea, se prevé que se mantengan enraizadas en niveles contenidos y alineadas con sus respectivos *ratings*.

En cuanto al mercado de divisas, se prevé que el dólar se deprecie paulatinamente una vez se constate una mayor debilidad de la economía estadounidense y la Reserva Federal empiece a reducir los tipos de interés en 2024.

España continúa destacando en positivo frente al resto de Europa en este entorno. La recuperación de las rentas reales de los hogares se erige como uno de los principales factores de apoyo, gracias a la favorable evolución del mercado laboral, la subida de los salarios y la menor inflación. Adicionalmente, la inversión de las empresas se ve respaldada por los menores problemas de suministro, los fondos NGEU y la licitación de obra pública asociada a estos y por la liquidez en balance de las empresas.

Dentro del entorno financiero, se espera que el sector bancario registre cierta moderación de la rentabilidad, debido al menor apoyo que supondrá el margen neto de intereses, y que la calidad del activo muestre un ligero deterioro. Por otro lado, se esperan avances en el marco regulatorio global sobre actividades vinculadas con los criptoactivos y en la emisión de divisas digitales de bancos centrales.