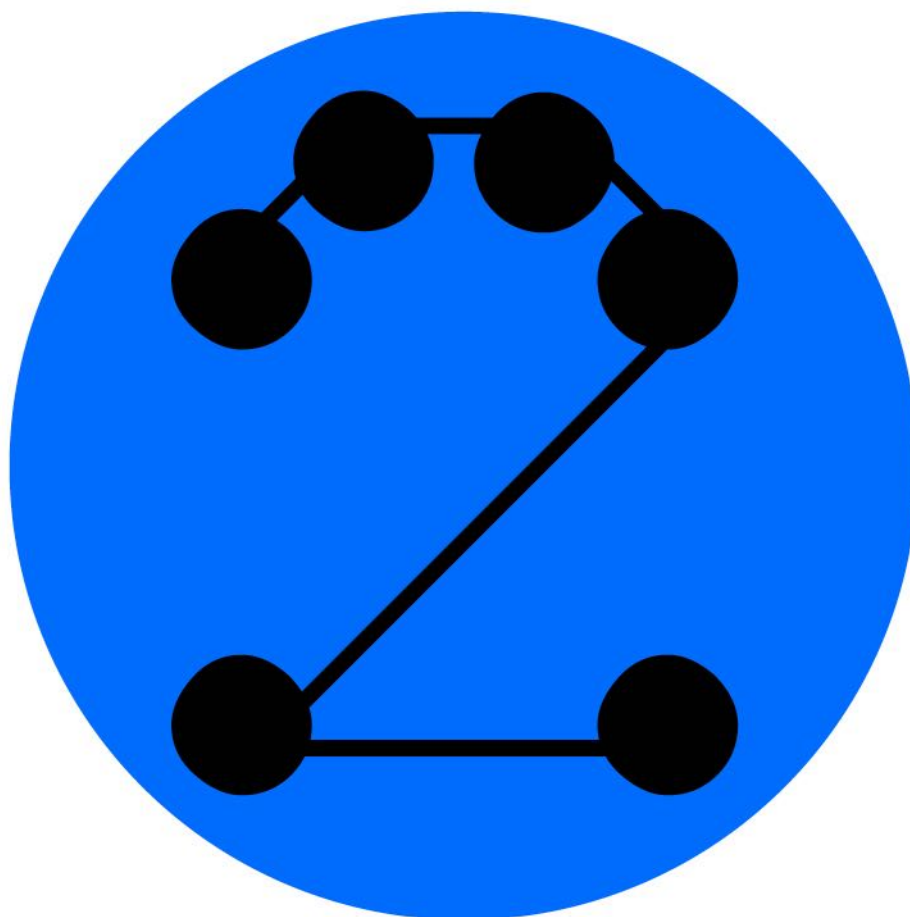


Entorn econòmic, sectorial i regulador



56	Entorn econòmic, sectorial i regulador
66	Entorn del sector financer
70	Visió 2025

Entorn econòmic, sectorial i regulador

2.1 Entorn econòmic i financer

L'any 2024 es va tornar a caracteritzar per una divergència en el creixement dels Estats Units i la zona euro.

L'any 2024 va ser un any caracteritzat, en l'àmbit econòmic, per una acusada divergència entre el comportament de l'economia dels Estats Units, millor del que s'esperava inicialment, i la de la zona euro, il·lustrada per aspectes com l'elevada incertesa política a França i la debilitat d'Alemanya, que va registrar una lleugera contracció per segon any consecutiu. Espanya, per la seva banda, va continuar mostrant un bon comportament, amb un creixement superior al 3%.

La inflació va prosseguir amb el procés de convergència als objectius dels bancs centrals al llarg de l'exercici, si bé les partides de serveis van mostrar una moderació lenta i es van mantenir en nivells relativament elevats. En qualsevol cas, els bancs centrals van anar guanyant confiança sobre el procés de moderació de la inflació i a mitjans d'any van començar a fer retallades en els tipus d'interès oficials. Tot i això, van mostrar un to caut sobre el camí futur dels tipus.

El 2024 també va ser un any marcat pels esdeveniments polítics i geopolítics. Al Pròxim Orient hi va haver diversos episodis d'escalada entre Israel i l'Iran i, en general, la situació a la regió va empitjorar al llarg de l'any, amb la implicació de diversos actors regionals, com l'Iran i la milícia Hezbollah al Líban. En l'àmbit de la política interna, més de 70 països (l'equivalent a prop de la meitat de la població mundial) van celebrar eleccions durant el 2024. Entre elles, van destacar les eleccions presidencials als Estats Units, amb la victòria de Trump, cosa que obre una nova font d'incertesa, com ja va passar durant el seu anterior mandat. A França i Mèxic, les eleccions celebrades també van afegir soroll polític.

Per acabar, en l'àmbit dels mercats financers, el 2024 va tornar a ser un any positiu, especialment per als actius de risc. Els diferents episodis de naturalesa geopolítica o financera (com les turbulències a l'estiu a causa de la reversió de les posicions de *carry trade* en iens) només van causar una inestabilitat puntual, que es va revertir posteriorment.

Entorn polític i geopolític

Els esdeveniments geopolítics van continuar sent un vector d'incertesa per als mercats i l'economia global durant el 2024. En primer lloc, el conflicte al Pròxim Orient, que va esclatar amb l'atac de Hamàs a Israel a l'octubre del 2023, va escalar a nivell regional al llarg del 2024. En aquest context, Israel i l'Iran van intercanviar atacs directes sobre els seus territoris respectius, cosa que no havia passat fins ara. Amb tot això, els riscos es van incrementar, encara que no hi va haver disruptions en els fluxos de petroli o gas que surten del Pròxim Orient ni impactes importants en aquests mercats.

Els esdeveniments geopolítics i la política interna de diversos països van ser focus d'atenció al llarg de l'any.

En segon lloc, va continuar el conflicte a Ucraïna. Malgrat que els avenços de Rússia a l'est d'Ucraïna van ser limitats, els atacs per part de Rússia van acabar amb bona part de la infraestructura energètica d'Ucraïna, alhora que Ucraïna va respondre amb atacs contra refineries de petroli en territori rus. El G7 va continuar donant suport financer a Ucraïna, però les pressions d'Occident perquè s'avanci en una finalització del conflicte van augmentar.

En tercer lloc, les estratègies per reduir les dependències comercials amb la Xina es van mantenir a banda i banda de l'Atlàntic. Els Estats Units van continuar establint límits al comerç amb la Xina i a les transferències de tecnologia cap a aquest país, mentre que Europa va aprovar aranzels addicionals a les importacions de vehicles elèctrics procedents del gegant asiàtic. La Xina va respondre amb l'adopció de mesures de represàlia contra Europa, amb afectacions en sectors concrets.

D'altra banda, la política interna també va ser un focus d'atenció important el 2024 en diferents països. Als Estats Units, Trump va guanyar les eleccions presidencials, cosa que genera una nova font d'incertesa arran de la seva postura agressiva en l'àmbit del comerç exterior o de la política migratòria.

A França, el soroll polític va ser molt elevat. A partir de l'avenç electoral, el Parlament va quedar dividit pràcticament en tres blocs, sense que cap força política aconseguís una majoria absoluta. Després de negociacions difícils, es va formar un executiu liderat per Barnier, el mandat del qual va finalitzar al cap de pocs mesos, un cop l'oposició va presentar una moció de censura. Amb posterioritat a això, Macron va nomenar el liberal Bayrou com a nou primer ministre, el qual va formar un nou executiu amb la tasca principal d'elaborar uns pressupostos per al 2025.

A Mèxic, el soroll polític intern va derivar en un deteriorament de les perspectives econòmiques per al país. Les eleccions celebrades al juny van donar lloc a un govern reforçat amb majoria qualificada a les cambres parlamentàries i amb voluntat d'implementar reformes que no són ben vistes pels inversors i que podrien arribar a desencadenar accions negatives per part de les agències de *rating*, principalment, si s'arriba a posar en dubte la disciplina fiscal de l'executiu.

Activitat econòmica i inflació

L'evolució econòmica global va mantenir al llarg de l'any una divergència acusada entre el dinamisme de l'economia nord-americana, que va mostrar un millor comportament del que s'esperava, i l'economia de la zona euro, especialment il·lustrada per la debilitat d'Alemanya. Espanya va continuar destacant en positiu dins la zona euro, mentre que la Xina va continuar veient-se afectada pels impactes de l'ajust del sector immobiliari.

La inflació va continuar amb el procés de convergència als objectius dels bancs centrals al llarg del 2024.

A la zona euro, l'activitat va continuar mostrant senyals de debilitat, en un context de tipus restrictius i en què Alemanya va continuar experimentant importants vulnerabilitats derivades del xoc energètic i de més competència de la Xina. Això està pesant en les seves exportacions i el seu sector industrial, especialment l'automoció i els sectors més electrointensius.

La perifèria europea, en sentit contrari, va mostrar més dinamisme, impulsada per la important recuperació del turisme i el desemborsament dels fons Next Generation European Union (NGEU).

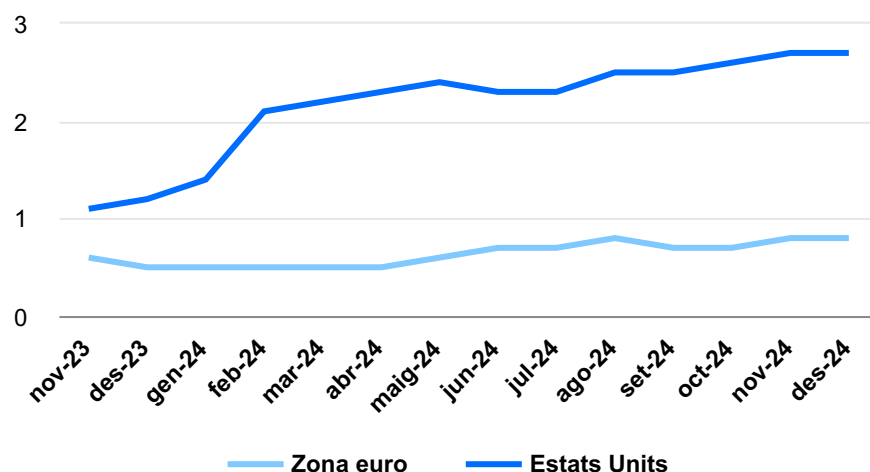
Des del punt de vista fiscal, la Unió Europea (UE) va obrir un procediment de dèficit excessiu a França i Itàlia per haver incomplert les normes fiscals. Tots dos països tenen un dèficit públic elevat, i l'expectativa és que el seu deute públic s'incrementi els pròxims anys.

Al Regne Unit, l'activitat es va mostrar una mica més dinàmica que el 2023. La confiança de les llars va recuperar terreny gràcies a una inflació més continguda. La caiguda dels tipus d'interès va portar a un bon exercici del mercat immobiliari, que va anar de menys a més durant l'any, i va registrar augments en el preu de l'habitatge i una recuperació de les transaccions.

Als Estats Units, l'activitat es va mostrar sòlida. El PIB va continuar creixent fins a taxes elevades malgrat el context de política monetària encara en terreny restrictiu. El mercat laboral es va mantenir resilient, tot i que va donar certes mostres d'alentiment. La taxa d'atur, malgrat incrementar-se lleugerament respecte del 2023, va continuar prop de mínims històrics.

Evolució de la previsió de creixement econòmic per al 2024 entre la zona euro i els Estats Units

Font: Consensus Economics.



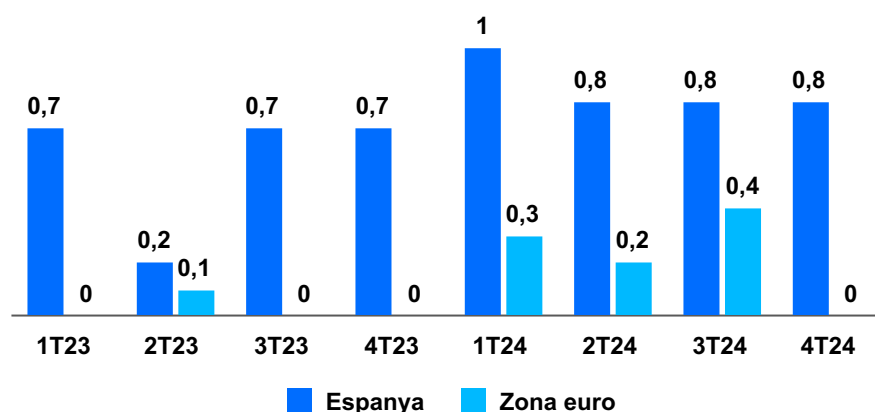
L'economia espanyola ha continuat destacant en positiu dins la zona euro.

A Espanya, l'economia va continuar destacant en positiu dins la zona euro, amb creixements elevats que van sorprendre positivament i amb revisions contínues a l'alça de les previsions de creixement per part del consens i de diverses institucions. La composició del creixement va ser favorable, amb un destacat protagonisme del consum privat i de les exportacions turístiques, les quals es van veure afavorides per una diversificació geogràfica i estacional més gran. La inversió, per la seva banda, va mostrar menys dinamisme.

En el mercat laboral, la creació d'ocupació va continuar augmentant de manera sòlida i es van aconseguir nous màxims històrics en el nombre d'ocupats, alhora que les confiança empresarials, tant del sector serveis com del sector manufactures, es van mantenir pràcticament tot l'any en terreny expansiu, malgrat els impactes de la DANA, que va afectar, entre altres territoris, la província de València.

Creixement del PIB d'Espanya vs. zona euro (variació trimestral en percentatge).

Font: Eurostat.



El creixement a Espanya va tenir el suport de diversos factors, com ara els importants fluxos d'immigració, la recuperació de les rendes reals, la bona situació financera de les llars i les empreses, les baixades de tipus d'interès i el desplegament continu dels fons NGEU.

Nombre total d'ocupats a Espanya (milions).

Font: INE.



En el terreny de la política econòmica es van dur a terme diverses actuacions, entre les quals destaquen: (i) l'anunci de mobilització per part del Govern de 40 mil milions d'euros de l'addenda del pla de recuperació per canalitzar-los en cinc fons a través de diversos instruments financers (com ara línies de mediació amb entitats financeres, préstecs directes o inversions al capital d'algunes empreses); (ii) l'aprovació d'un conveni entre l'ICO i el Govern perquè l'ICO concedeixi avals per un valor de 2 mil milions d'euros per a la promoció d'habitatges destinats a lloguer assequible; (iii) la pròrroga de la rebaixa de l'IVA d'alguns aliments fins al setembre i la seva recuperació parcial a l'octubre; (iv) la reforma del subsidi de desocupació per augmentar-ne la quantia i fer-ho compatible amb l'ocupació; (v) l'enviament a la Comissió Europea del Pla fiscal estructural per al període 2025-2028, en què es van plantejar els objectius de dèficit ajustats a les noves regles fiscals europees, i (vi) diversos paquets d'ajuda destinats a pal·liar l'impacte econòmic de la DANA.

A Mèxic, l'activitat va mostrar un to feble i va senyalitzar una pèrdua de tracció clara respecte al ritme de creixement observat el 2022-2023. El creixement econòmic es va veure llastrat pel manteniment d'una política monetària restrictiva i la incertesa política domèstica i externa.

Més enllà de Mèxic, les economies emergents es van continuar mostrant, en general, resilientes, malgrat el context de tipus d'interès elevats a escala global. Aquests països van rebre el suport de la màxima fragmentació del comerç i la inversió global. També va ser un factor de suport la menor restricció de la política monetària, ja que alguns països emergents van començar a reduir els tipus d'interès oficials abans que els països desenvolupats. Aquesta resiliència va tenir lloc malgrat la desacceleració econòmica de la Xina, a causa de la intensificació de l'ajust del sector immobiliari. Arran d'això, les autoritats xineses van anunciar, a finals de setembre, una important bateria de polítiques d'estímul adreçades a contenir el deteriorament del sector immobiliari i impulsar a l'alça la confiança de les llars. Tot això, amb l'objectiu d'estabilitzar l'economia.

La inflació a les principals economies desenvolupades va avançar en el seu apropament als objectius dels bancs centrals al llarg del 2024, encara que els components de serveis van continuar mostrant una destacada inèrcia.

A la zona euro, la inflació va continuar amb el procés de moderació i es va arribar a situar per sota de l'objectiu del 2,0% interanual per primera vegada des de mitjans del 2021, gràcies especialment al

component energètic. La inflació del sector serveis, en tot cas, es va mantenir en nivells històricament elevats.

Al Regne Unit, la inflació general va cedir fins a situar-se a prop de l'objectiu, ajudada per una correcció del preu de l'energia, en particular dels carburants. La inflació subjacent va mostrar una millora, tot i que encara presenta signes de rigidesa, en particular al sector serveis.

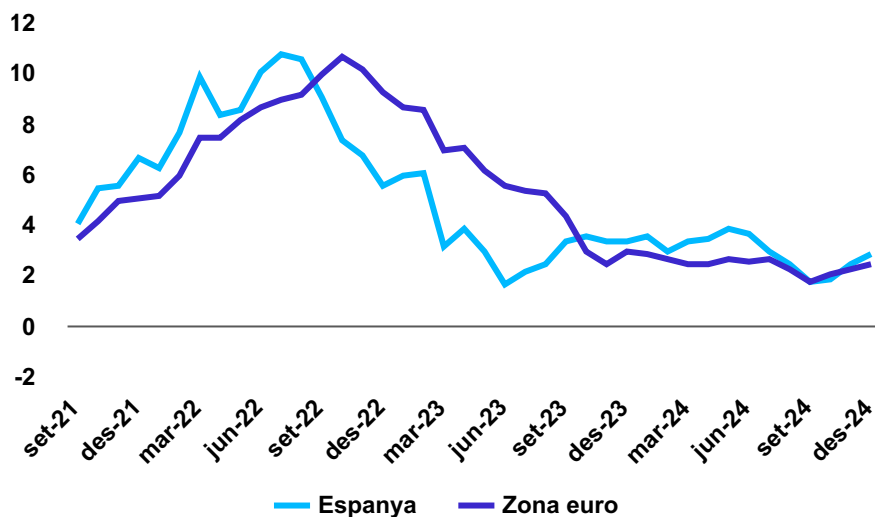
Als Estats Units, la inflació va continuar el seu procés de desacceleració gradual, amb la inflació general a prop de l'objectiu i la subjacent una mica per sobre. Per components, la pressió en els serveis es va moderar els últims mesos de l'any, però l'habitatge va continuar sent un factor a l'alça en la dinàmica de preus, mentre que els béns i l'energia van contribuir favorablement a la caiguda de la inflació. De la mateixa manera, a Mèxic, el procés de desinflació va continuar, si bé es va observar una certa persistència del component de serveis.

A Espanya, els preus es van veure sostinguts per la inflació persistent dels serveis, especialment els relacionats amb el sector turístic. A això se li va sumar, durant la primera meitat de l'any, el creixement encara elevat dels preus energètics, per efectes base derivats de canvis impositius en el preu de l'electricitat i un cert repunt del preu dels carburants. A partir del juny, la inflació va iniciar una moderació influïda per uns menors preus energètics i d'alguns aliments, que la va portar a situar-se en l'1,7% interanual al setembre. A partir d'aquell moment, la inflació va repuntar fins al 2,8% al desembre, entre altres factors, a causa d'un efecte base en els preus de l'energia. En el conjunt de l'any la inflació va acabar sent un 2,9% i va baixar des del 3,4% registrat el 2023.

Pel que fa al preu de l'habitatge, aquest va continuar exhibint un fort dinamisme, accelerant el ritme de creixement fins a taxes superiors al 8% interanual, fruit d'una demanda creixent i una oferta relativament escassa.

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

Font: Eurostat.



Política monetària

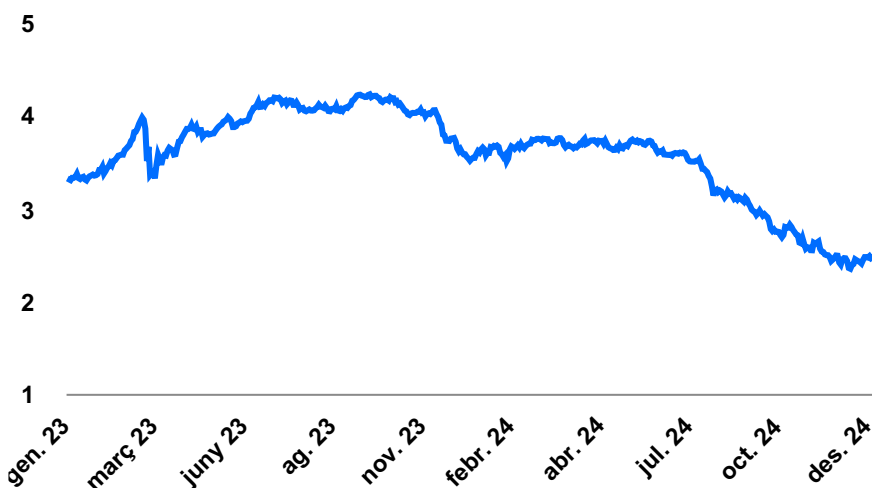
Durant el 2024, els bancs centrals de països desenvolupats van començar amb el cicle de baixades, en un context de moderació de la inflació.

Els bancs centrals van començar a fer retallades en els tipus d'interès oficials a mitjans d'any.

A la zona euro, el Banc Central Europeu (BCE) va iniciar el seu cicle de baixades al juny i va situar el tipus de dipòsit en el 3,00% (des del 4,00%), en un context de debilitat econòmica i en què la inflació es va situar a prop de l'objectiu. D'altra banda, el BCE va accelerar la disminució de tinences d'actius i va deixar de reinvertir els venciments del programa d'emergència de pandèmia PEPP. Així mateix, les entitats bancàries van tornar tota la liquiditat injectada a través de les operacions de finançament TLTROs III.

Euribor 12M (%).

Font: Refinitiv.



Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) va reduir 100 punts bàsics el rang objectiu dels Fed Funds fins al 4,25-4,50%, en un context en què el banc central va observar un refredament en les dinàmiques del mercat laboral i es va mostrar més confiat sobre el fet que la inflació es dirigeixi cap a l'objectiu del 2%. Així mateix, va assenyalar que els riscos sobre la inflació van passar a estar àmpliament equilibrats. El banc central va assenyalar que, en endavant, mantindrà una postura data-dependent i que l'aproximació al cicle de baixades serà gradual.

Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra (BoE) va iniciar el cicle de baixades amb sengles retallades de 25 punts bàsics a l'agost i al novembre, fins a un tipus rector del 4,75%. El banc central es va mostrar favorable a reduir els tipus de manera gradual, amb una actitud de *meeting by meeting*, i va mantenir el missatge que la política monetària haurà de continuar sent restrictiva per un període prou llarg fins que els riscos sobre la inflació s'hagin dissipat. Sobre les polítiques de balanç, es va prendre la decisió de reduir les tinences del BoE per valor de 100 milers de milions de lliures durant el pròxim any, en línia amb els dos anys anteriors.

A Mèxic, el banc central va iniciar el cicle de baixades del tipus oficial el primer trimestre de l'any i va dur a terme cinc retallades de 25 punts bàsics en el conjunt de l'any, fins a situar-lo en el 10,00%. A més, el Banxico va deixar les portes obertes a futures retallades addicionals i fins i tot a augmentar-ne la magnitud. El Banxico va reconèixer els avenços en el camí desinflacionista, tot i que va continuar considerant que els riscos sobre la inflació estaven esbiaixats a l'alça, i es va mostrar preocupat per la debilitat de l'activitat el balanç de riscos de la qual considerava esbiaixat a la baixa.

Alhora, altres països llatinoamericans, com Colòmbia, Xile, el Perú o el Brasil, van continuar amb les baixades de tipus iniciades el 2023, però es van mostrar més prudents la segona part de l'any. En particular, al Brasil, el soroll fiscal i l'empitjorament de les expectatives d'inflació van fer que el banc central reavalués el camí de flexibilització i, al setembre, iniciés un camí de pujades del tipus d'interès, sent l'únic de la regió que va augmentar els tipus oficials. El banc central brasiler va dur a terme tres pujades consecutives per un acumulat de 175 punts bàsics, fins al 12,25%, i va anticipar augments addicionals en les pròximes dues reunions. A Turquia, el banc central va continuar amb el camí agressiu de tensionament de la política monetària iniciada al juny del 2023, portant el tipus d'interès oficial fins al 50% al març del 2024, nivell en què el va mantenir durant gairebé tot l'any, atès el context encara d'inflacions de dos dígit. Només al desembre, el banc central turc va retallar el tipus d'interès oficial en 250 punts bàsics fins al 47,50%, davant les millors perspectives d'inflació. Per la seva banda, a la Xina, les autoritats van adoptar mesures de laxitud monetària per donar suport a la reactivació econòmica.

Mercats financers

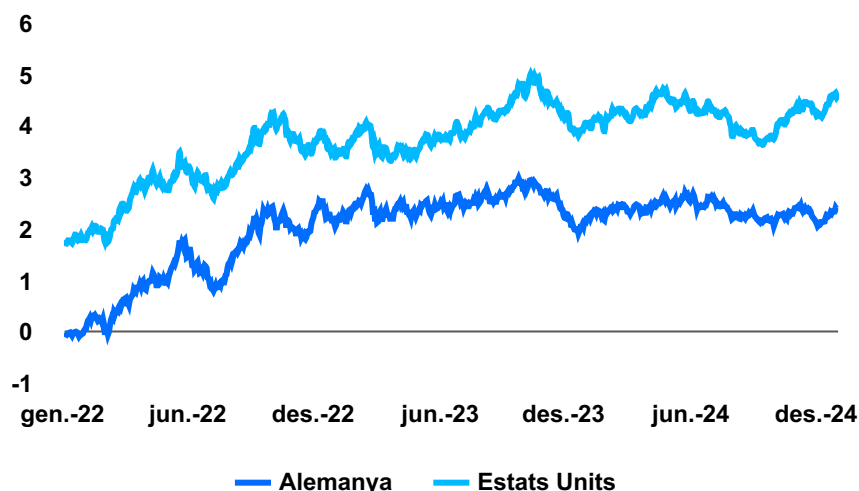
El 2024 va tornar a ser un any positiu per als mercats financers, per als actius de risc.

Els mercats financers van tornar a presentar un bon comportament el 2024, seguint amb el to positiu amb què es va tancar l'any anterior. Els actius de risc van registrar avenços en un context en què l'economia dels Estats Units es va mostrar resilient, es va corroborar la tendència desinflacionista a les principals economies desenvolupades i els bancs centrals van iniciar les baixades de tipus d'interès. Diversos índexs borsaris van assolir nous màxims històrics impulsats pel bon comportament del sector tecnològic, encoratjat pel desenvolupament de la intel·ligència artificial generativa. Mentrestant, els diferencials del deute corporatiu i les primes del deute públic perifèric es van mantenir en nivells molt continguts. Les rendibilitats del deute públic de països desenvolupats, per la seva banda, van registrar un vaivé durant l'any, en un context en què els mercats van anar ajustant les expectatives de baixades de tipus oficials. Finalment, l'euro va tancar significativament més depreciat respecte al dòlar, afectat per la divergència de política monetària entre la zona euro i els Estats Units i, sobretot, la victòria de Trump a les eleccions presidencials dels Estats Units.

Les rendibilitats del deute públic a llarg termini van tancar l'any en uns nivells superiors als de tancament del 2023 a banda i banda de l'Atlàntic, encara que durant l'any van presentar força volatilitat a mesura que el mercat anava ajustant les seves expectatives de tipus oficials.

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

Font: Refinitiv.

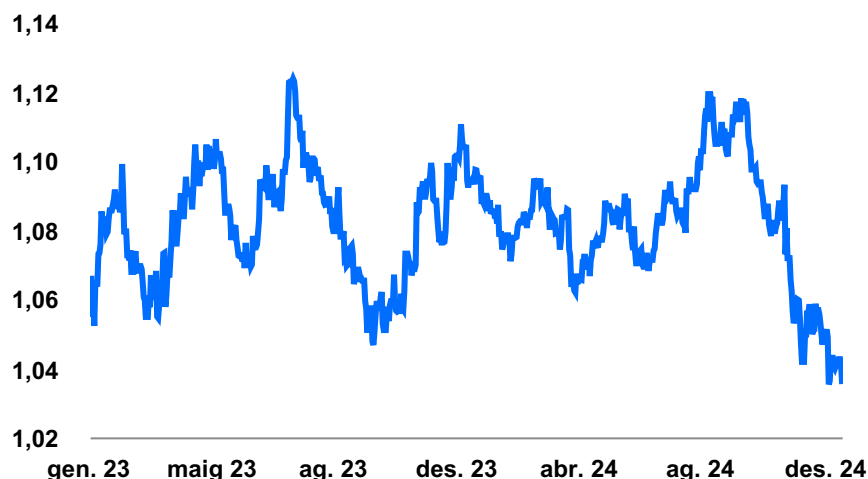


Les primes de risc sobiranes perifèriques es van situar en uns nivells inferiors als del tancament del 2023, gràcies a les accions positives de les agències de *rating*, el bon to de l'activitat, els programes d'emergència del BCE i el desemborsament dels fons NGEU de la UE.

La prima de risc de França, per la seva banda, ha repuntat de manera destacada davant la important incertesa política, el mal to dels seus comptes públics i les accions negatives per part de les agències de qualificació creditícia.

Pel que fa a les divises de països desenvolupats, el dòlar va anar cotitzant durant la major part de l'any en un rang d'1,06-1,12 USD/EUR, afectat principalment pel moviment en els diferencials de tipus d'interès a curt termini. Després de la victòria de Trump a les eleccions dels Estats Units, l'encreuament va trencar aquest rang de cotització i va tancar l'any en 1,04 USD/EUR, nivells no vistos des del 2022. La lliura esterlina, en el seu encreuament amb l'euro, es va revaluar gràcies a la postura més tensionadora del BoE respecte a la del BCE.

Dòlars per euro. Font: Refinitiv.



Els mercats de renda variable van registrar un comportament molt positiu. La majoria dels índexs borsaris van registrar revaloracions destacades. Per exemple, l'Stoxx 600 va avançar un 6% respecte al tancament de l'any anterior, mentre que l'IBEX 35 va aconseguir revalorar-se gairebé un 15%. Als Estats Units, els avenços van ser especialment importants, sobretot en el cas de les empreses tecnològiques (l'S&P 500 i el Nasdaq van arribar a revalorar-se més d'un 20%).

En els països emergents, les primes de risc sobiranes es van desplaçar lleugerament a l'alça, en un context en què els riscos fiscals van continuar sent el focus en països com el Brasil o Colòmbia i en què la incertesa política es va incrementar a Mèxic. Això, juntament amb la reducció del preu del petroli i el resultat de les eleccions als Estats Units, també va suposar un llast per a les divises d'aquests països. A més, la incertesa respecte a l'agenda de Trump va pesar negativament sobre el iuan, malgrat el gir de la política econòmica (més expansiu) anunciat per les autoritats xineses al tram final de l'any. En sentit contrari, sí que va tenir lloc una reducció de la prima de risc de Turquia, que es va veure afavorida per la implementació d'unes polítiques de caràcter més ortodox. Per part seva, les rendibilitats del deute públic domèstic a llarg termini, en general, es van desplaçar a l'alça al llarg de l'any, amb la principal excepció de la Xina, on es van veure arrossegades a la baixa pels senyals de desacceleració econòmica i les expectatives de retallades dels tipus d'interès.

Per la seva banda, els mercats de cryptoactius van registrar un impuls important a principis d'any amb l'aprovació i l'emissió als Estats Units d'ETFs que inverteixen en bitcoin al comptat. Aquests productes van atraure un gran interès per part d'inversors institucionals, a la qual cosa se li va sumar, a partir de finals de juliol, l'aprovació i l'emissió d'ETFs que inverteixen en Ethereum al comptat. Tot això, conjuntament amb el bitcoin *halving* a finals d'abril (procés que es produeix cada quatre anys, pel qual es redueix a la meitat la comissió que s'obté a canvi de minar bitcoins en el seu *blockchain*) i el triomf de Trump després d'una campanya electoral favorable a l'ecosistema cripto, va contribuir a elevar la cotització del bitcoin davant el dòlar fins a nous màxims històrics, i va superar els 100 mil dòlars. La valoració del mercat de cryptoactius en conjunt va arribar a superar els 3,7 bilions de dòlars al desembre, nivells màxims històrics.



2.2 Entorn del sector financer

Sector bancari

El sector bancari va registrar un augment de la rendibilitat gràcies a l'evolució favorable del marge net d'interessos i dels ingressos per comissions.

A la primera part de l'any, es van materialitzar els riscos sobre el sector bancari associats al sector immobiliari comercial (CRE), immers en un procés d'ajust intensificat per les pujades de tipus d'interès. Nombrosos bancs van reconèixer pèrdues associades a l'exposició del segment d'oficines, van augmentar les provisions als préstecs al CRE i van adoptar diverses mesures. La situació del New York Community Bancorp (NYCB), un banc regional dels Estats Units, va fer reviure els temors de l'episodi d'estrès bancari del març del 2023. Els desenvolupaments negatius relacionats amb NYCB es van deure al reconeixement de pèrdues i a l'augment de provisions associades al segment d'oficines, així com a més requeriments reguladors a causa de l'augment de la seva mida després de comprar Signature Bank (un dels bancs que van col·lapsar el 2023). Es va produir un cert contagi a altres bancs regionals, però la situació es va mantenir continguda. A Europa, diversos bancs alemanys de mida petita i especialitzats en el sector immobiliari, com Deutsche Pfandbriefbank i Aareal Bank, van reportar exposició al CRE, tant domèstica com nord-americana. Els bancs d'altres països com el Japó, Suècia i Suïssa també van prendre accions davant del deteriorament del CRE als Estats Units i Europa. Les autoritats no es van veure obligades a prendre mesures com en l'episodi que va afectar el sector bancari el 2023, però sí que van intensificar la política de comunicació, manifestant que la concentració del risc era elevada en alguns bancs i en el sector financer no bancari.

Tot i aquests desenvolupaments, la situació general dels bancs va continuar millorant el 2024, amb el suport d'un context econòmic favorable i uns tipus d'interès encara elevats. La ràtio de capital va augmentar en els bancs de les principals economies desenvolupades, que, segons les autoritats, tindrien capacitat per afrontar un escenari advers. La rendibilitat dels bancs va continuar mostrant solidesa, alhora que el cost de finançament per als bancs es va encarir. La devolució de la liquiditat associada a les TLTROs III no va tenir un impacte significatiu sobre les ràtios reguladores de liquiditat dels bancs europeus. La qualitat de l'actiu va continuar sent robusta, però va mostrar alguns signes de deteriorament a la UE, especialment a Alemanya. En general, les condicions de concessió de crèdit bancari a les principals economies desenvolupades es van anar relaxant al llarg de l'any, a mesura que els bancs centrals van iniciar baixades de tipus d'interès.

Pel que fa al sector bancari espanyol, la situació va continuar sent favorable, amb una rendibilitat elevada i superior al cost de capital (entre el 8% i l'11%, segons el Banc d'Espanya (BdE)), recolzada per l'evolució positiva del marge d'interessos i de les comissions netes. La solvència dels bancs espanyols, mesurada per la ràtio CET1, es va continuar situant per sota de la mitjana europea. El cost mitjà de la remuneració del

passiu va seguir augmentant durant la primera meitat del 2024, per posteriorment començar a baixar en el cas de la remuneració dels dipòsits d'empreses i mantenir-se a les llars. La situació de liquiditat dels bancs espanyols va continuar sent folgada, malgrat la devolució de la liquiditat de les TLTROs III al BCE, cosa que alhora va permetre augmentar la quantitat de col·lateral disponible per als bancs.

En relació amb les autoritats, el supervisor bancari de la zona euro, el Single Supervisory Mechanism (SSM), va incloure els riscos geopolítics de manera més explícita en les seves prioritats supervisores per al període 2025-2027, amb un focus especial sobre com els bancs han d'incorporar la gestió d'aquests riscos. D'altra banda, l'entrada en vigor de Basilea III va patir múltiples retards. A la UE, la normativa s'aplicarà en general a partir del 2025, encara que certes normes s'han endarrerit fins al 2026. Al Regne Unit la seva implementació s'ha tornat a endarrerir fins a l'1 de gener de 2027, per donar més temps per tenir claredat sobre els plans dels Estats Units, on l'arribada de Trump pot suposar una nova onada de desregulació financera i, per tant, hi ha cada cop més dubtes sobre la implementació de Basilea III.

Durant gran part del 2024, s'ha mantingut la incertesa pel que fa a la introducció de mesures fiscals sobre el sector bancari en diversos països, per tal d'augmentar la recaptació dels governs. Quant als impostos, va destacar el cas d'Espanya, on es va crear un nou impost a la banca que substituïa el gravamen temporal d'entitats de crèdit i establiments financers de crèdit, si bé en modificava la configuració en determinats aspectes, com l'eliminació del llindar de 800 milions referit a l'exercici 2019 i l'establiment d'una escala de gravamen progressiva d'entre l'1% i el 7%. La recaptació es repartirà entre les comunitats autònomes en funció de la dimensió del PIB. Segons l'informe d'estabilitat financera del BdE de la tardor del 2024, l'impost extraordinari al sector bancari ha reduït la ràtio de rendibilitat (RoE) en 0,6 pp, fins al 13,9% al juny del 2024. D'altra banda, el BCE, en el dictamen del 17 de desembre de 2024, va reiterar la necessitat de fer un seguiment continu de les implicacions del nou impost des del punt de vista de l'estabilitat financera, recomanant una anàlisi exhaustiva del seu impacte sobre la rendibilitat i la base de capital a més llarg termini, l'accés al finançament, el possible impacte sobre la liquiditat, la concessió de nous préstecs i les condicions de competència en el mercat.

Estabilitat financera i política macroprudencial

Al llarg del 2024, les autoritats financeres van considerar que els riscos a l'estabilitat financera s'havien moderat globalment. Les preocupacions principals es van centrar en factors financers i geopolítics, mentre que els purament macroeconòmics es van atenuar. Les principals vulnerabilitats esmentades per les autoritats van ser la propagació de xocs del sector financer no bancari, l'evolució del CRE, l'acumulació de deute públic i privat, l'augment del nexa sobirà-bancari, el creixement del *private credit* i els ciberriscos..

A Europa, diversos països van implementar una política macroprudencial restrictiva. A Espanya, el BdE va activar el coixí de capital contracíclic (CCB), de manera que se situarà en el 0,5% a partir de l'1 d'octubre de 2025. El segon augment del CCB, fins a l'1% a l'octubre del 2026, ha de ser confirmat en una nova decisió a finals del 2025. El BdE també va treure a consulta pública el marc metodològic per fixar el CCB, que estableix un nivell de l'1% quan els riscos sistèmics cíclics se situen en un nivell estàndard. L'autoritat va estimar que un CCB de l'1% redueix la ràtio de capital CET1 dels bancs espanyols en 0,4-0,5 punts percentuals. El Banc de Portugal va prendre una mesura similar a

Espanya, en elevar el CCB fins al 0,75% i revisar el marc metodològic per fixar el CCB. A més, va activar un coixí de risc sistèmic sectorial sobre les exposicions a hipoteques residencials del 4% a partir de l'octubre del 2024. Itàlia també va optar per establir un coixí de risc sistèmic del 0,5% a partir del gener del 2025 i de l'1% a partir del juliol del 2025. El BdE va decidir donar reciprocitat a l'activació d'aquests coixins macroprudencials a Portugal i Itàlia, cosa que va afectar els bancs espanyols amb exposicions en aquests països.

Unió bancària i unió de mercats de capitals

En termes de construcció europea es van produir alguns avenços destacats i es va incrementar el nombre de propostes rellevants per a l'agenda europea arran de la formació del nou Parlament Europeu.

Pel que fa a la unió bancària, la Comissió d'Afers Econòmics i Monetaris del Parlament Europeu va aprovar la proposta de reglament pel qual s'estableix la primera fase del Fons Europeu de Garantia de Dipòsits (EDIS I). En aquesta fase, encara caldran els sistemes de garantia de dipòsits nacionals (DGS) per afrontar possibles resolucions bancàries. Alhora, es va acordar prioritzar l'acumulació del fons europeu de garantia de dipòsits (DIF) de manera gradual, mitjançant aportacions dels diferents DGS nacionals. D'altra banda, es va avançar en les negociacions del marc de gestió de crisis per a bancs mitjans (*crisis management and deposit insurance* (CMDI)), l'aprovació final del qual dependrà dels últims acords dels diàlegs a tres. Una altra de les mesures adoptades pel Parlament Europeu va ser el paquet de mesures contra el blanqueig de capitals, que inclou la creació de l'Autoritat Europea contra el blanqueig de capitals i el finançament del terrorisme (AMLA).

D'altra banda, es van publicar els informes encarregats a Enrico Letta i a Mario Draghi, que advocaven per un desplegament de la unió de mercats de capitals (CMU), anomenada unió de l'estalvi i de la inversió (SIU). S'hi feien una sèrie de propostes, entre les quals destaca la necessitat de reformar els mercats de titulitzacions, impulsar l'estalvi europeu amb incentius fiscals, millorar els plans de pensions europeus i transformar l'Autoritat Europea de Mercats Financers (ESMA), a fi de donar-li més poder i centralitzar la supervisió dels agents més sistèmics del mercat financer.

Reptes per al sector bancari

La sostenibilitat va continuar sent un dels focus d'atenció per a les autoritats financeres, tot i que els resultats de les eleccions als Estats Units i Europa no van ser favorables per seguir avançant en la transició ecològica. Va destacar el focus més gran en els temes relacionats amb la protecció de la naturalesa i la biodiversitat per part de les autoritats financeres.

Als Estats Units, la Fed va publicar el primer exercici d'anàlisi d'escenaris climàtics, en què es van analitzar els impactes sobre la probabilitat d'impagament dels préstecs a empreses i a les llars en funció de les exposicions dels sis bancs principals. Com en exercicis similars en altres jurisdiccions, no va tenir implicacions per al capital ni la supervisió dels bancs.

A Europa es van aprovar pràcticament totes les normatives que quedaven per acabar, de manera que el 2025 entraran en vigor nous requeriments d'informació i transparència. L'Autoritat Bancària Europea (EBA) va mostrar preocupació per l'impacte del *greenwashing* sobre els riscos reputacional i operacional, i va recomanar als bancs una sèrie de

milliores en l'àmbit de la governança, les dades i la publicació d'informació. A més, el 2024, els bancs europeus van començar a publicar la seva ràtio d'actius verds, que va oscil·lar entre el 2% i el 10% segons el banc, nivells inferiors als estimats per l'EBA. La ràtio va patir diverses crítiques pel que fa al seu disseny.

Per part seva, el BCE va publicar el seu pla de treball sobre riscos climàtics i naturals per al 2024-2025, i els riscos climàtics van continuar sent una de les prioritats supervisores de l'SSM el 2024. A falta d'exercicis d'estrès climàtic per part dels supervisors durant el 2024, el BCE va concloure que les empreses més compromeses amb la transició ecològica es beneficien de tipus d'interès més baixos en el finançament bancari. L'enquesta de crèdit del BCE també va mostrar que el canvi climàtic, especialment els riscos físics, va contribuir a endurir les condicions de crèdit per a les empreses més contaminants.

Pel que fa a les mesures que cal adoptar sobre els riscos financers del canvi climàtic, l'Autoritat Europea d'Estabilitat Financera (ESRB) va advocar per la complementarietat entre les polítiques micro i macroprudencials, de manera que no suposin un augment dels requeriments per als bancs.

En relació amb la indústria financera, la Glasgow Financial Alliance for Net Zero, principal coalició del sector financer, va anunciar canvis en la seva organització, en un context d'abandonament de l'aliança per part de diversos grans bancs nord-americans. A les pressions del Partit Republicà dels Estats Units sobre l'aliança durant els darrers mesos, se'ls uneix la presidència de Trump, contrari a la lluita contra el canvi climàtic.

Els processos de digitalització en el sector financer es van continuar accelerant i van donar lloc a diversos focus d'atenció. D'una banda, van seguir les tendències d'anys anteriors d'avenç continuat de les *bigtech* en serveis financers. El sector bancari va continuar insistint en la necessitat d'una regulació que tingui en compte el principi de "mateixa activitat, mateix risc, mateixa regulació". D'altra banda, va continuar igualment la proliferació dels ciberatacs, tant en freqüència com en gravetat. Pel que fa al ciberrisc, va ser nou que el BCE dugués a terme el seu primer test d'estrès de ciberresiliència, i va concloure que, en general, els bancs tenen marcs de resposta i recuperació establerts, encara que hi ha algunes àrees de millora.

En l'àmbit regulador de la digitalització, la llei de mercats de cryptoactius (MiCA) va anar entrant en vigor gradualment, però no estarà totalment implementada fins al 2025. Són diverses les entitats financeres que han anunciat un llançament de nous serveis relacionats amb els cryptoactius en dates alineades amb la implementació plena d'aquesta regulació.

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, però les agències federals van continuar exercint pressió reguladora sobre els principals *exchanges* de cryptoactius i en nombrosos casos van iniciar processos judicials contra aquestes entitats. El Comitè de Basilea, per la seva banda, va publicar al juliol la versió final del marc de publicació de les exposicions a cryptoactius per part dels bancs i els ajustaments al seu estàndard del tractament prudencial. Els bancs hauran d'aplicar tots dos estàndards a les seves exposicions a cryptoactius a partir de l'1 de gener de 2026.

Pel que fa a les divises digitals de bancs centrals, els projectes van continuar avançant. El 2024 va destacar l'avenç del projecte de l'euro digital. El BCE va continuar amb la fase de preparació, que va iniciar la tardor del 2023 i que està previst que duri dos anys. Aquesta fase inclou 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 reprendre la proposta de marc regulador per a l'euro digital que va iniciar l'administració anterior.

La Xina va continuar avançant en l'ampliació de l'ús del iuan digital, encara que amb certes dificultats. El Regne Unit va seguir treballant en una lliura digital potencial, però el seu projecte avança més lentament que el de l'euro digital. Mentrestant, els Estats Units van mantenir el seu projecte de dòlar digital en un segon pla, i amb la victòria de Trump la seva potencial emissió es va tornar encara més improbable. A més, el Congrés dels Estats Units va aprovar una llei que requereix a la Reserva Federal obtenir l'aprovació parlamentària abans de poder emetre un dòlar digital.

També es van continuar produint avenços importants en experimentar les possibilitats d'interoperabilitat entre divises digitals dels diferents bancs centrals i els dipòsits tokenitzats dels bancs comercials, entre els quals destaca el projecte Agorá, liderat pel Banc de Pagaments Internacionals (BIS), que es va iniciar aquest any. Paral·lelament, el BIS, juntament amb el Fons Monetari Internacional (FMI), va continuar impulsant 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 2025

El 2025 cal esperar un creixement econòmic global afectat pel clima d'incertesa i la política proteccionista de Trump. L'arribada de Trump se suma a altres factors estructurals que actuen com a fre, entre els quals cal destacar: (i) l'entorn geopolític convuls i les seves conseqüències sobre el comerç internacional i les cadenes de valor; (ii) la feblesa estructural d'economies com la Xina, Alemanya o Itàlia, i (iii) la situació fiscal en algunes economies desenvolupades grans, especialment als Estats Units, França i Itàlia. Per la seva banda, a Mèxic el creixement es pot situar per sota dels tres últims anys, afectat per l'impacte d'una política monetària restrictiva, la incertesa al voltant de les reformes constitucionals, la revisió del T-MEC i l'ajust fiscal que ha d'emprendre el govern.

Es preveu que l'entorn geopolític es compliqui amb l'arribada de Trump. Cal esperar que Trump implementi aranzels als seus socis comercials, especialment la Xina, amb els quals buscaria negociar contraprestacions que beneficiïn l'economia nord-americana. Així, el clima d'incertesa i la tendència a més proteccionisme en diverses regions augmentaria. La preferència per reduir les dependències externes i millorar l'autonomia en sectors estratègics (per exemple, el tecnològic) també pot ser un factor que afavoreixi adoptar polítiques proteccionistes. D'altra banda, la política aïllacionista de Trump penalitza els grans consensos multilaterals, i accentua la manca de cooperació internacional en diferents àmbits (a més del comerç internacional, també en clima, regulació tecnològica, ciberseguretat, etc.).

El caràcter volàtil i erràtic de la inflació s'espera que s'accentui pels nous xocs d'oferta (nous aranzels, preus de l'energia més volàtils, reconfiguració de cadenes productives, geopolítica convulsa, xocs climàtics...) i una política fiscal expansiva. A la zona euro, la inflació es podria situar una mica per sota de l'objectiu a causa de la debilitat econòmica de la regió. En canvi, als Estats Units, es preveu que la inflació es mantingui una mica per sobre dels objectius dels bancs centrals i que oscil·li en rangs més amplis.

En termes de política econòmica, cal esperar que el *gap* de política monetària entre els Estats Units i la zona euro s'ampliï. La Reserva Federal pot ser més prudent amb la política monetària, i el tipus d'interès d'arribada es preveu que es mantingui en nivells relativament elevats, en

un context de política fiscal més erràtica, creixement sostingut i una mica més d'inflació. En relació amb el BCE, s'espera que redueixi el tipus oficial per sota de la neutralitat monetària, responent a un escenari de més deteriorament de l'activitat. A mitjà termini, es preveu que mantingui el tipus rector al voltant de les estimacions de neutralitat monetària, a causa dels riscos a l'alça sobre la inflació.

Pel que fa als mercats financers, cal esperar que les rendibilitats del deute públic a llarg termini segueixin sostingudes en nivells relativament elevats, per una major prima a termini per la volatilitat en l'entorn de creixement i inflació i les elevades necessitats de finançament dels sobirans, entre altres factors. Les primes de risc del deute sobirà a la perifèria europea es poden mantenir en nivells continguts i alineades amb els *ratings* respectius.

Pel que fa al mercat de divises, es preveu que el dòlar mostri més fortalesa, per l'augment del diferencial de tipus favorable als Estats Units, el millor comportament de l'economia nord-americana i la incertesa generada pels riscos polítics i geopolítics.

A Espanya, cal esperar que l'economia continuï amb creixements per sobre del seu potencial els primers anys de l'horitzó de previsió i que mostri un dinamisme superior al de la zona euro. Després d'un període en què el sector exterior ha tingut un paper destacat, la demanda domèstica pot adquirir més protagonisme. L'activitat es basarà en el creixement poblacional (fruit de les dinàmiques migratòries), l'evolució favorable del mercat laboral, l'absència de desequilibris en el balanç dels agents privats i en el sector exterior, uns tipus d'interès inferiors i un desplegament més gran dels fons NGEU. El *rating* del deute públic espanyol s'estima que es mantindrà en el rang A-/A, en un context en què el deute públic estarà en nivells encara elevats. Això contribuirà a fer que la prima de risc es mantingui en nivells continguts.

Dins l'entorn financer, s'espera que la rendibilitat del sector bancari continuï sent resilient en un context de reactivació del crèdit i la contenció de la mora. S'espera, igualment, que la posició de capital i de liquiditat es mantinguin sòlides. L'entrada en vigor de Basilea III, la gestió dels riscos geopolítics, la implementació de noves regulacions digitals (Digital Operational Resilience Act (DORA) i MiCA), les qüestions ESG, les amenaces ciber, els impactes de potencials ajustos en el sector financer no bancari i l'ajustament de l'immobiliari comercial seran focus d'atenció.