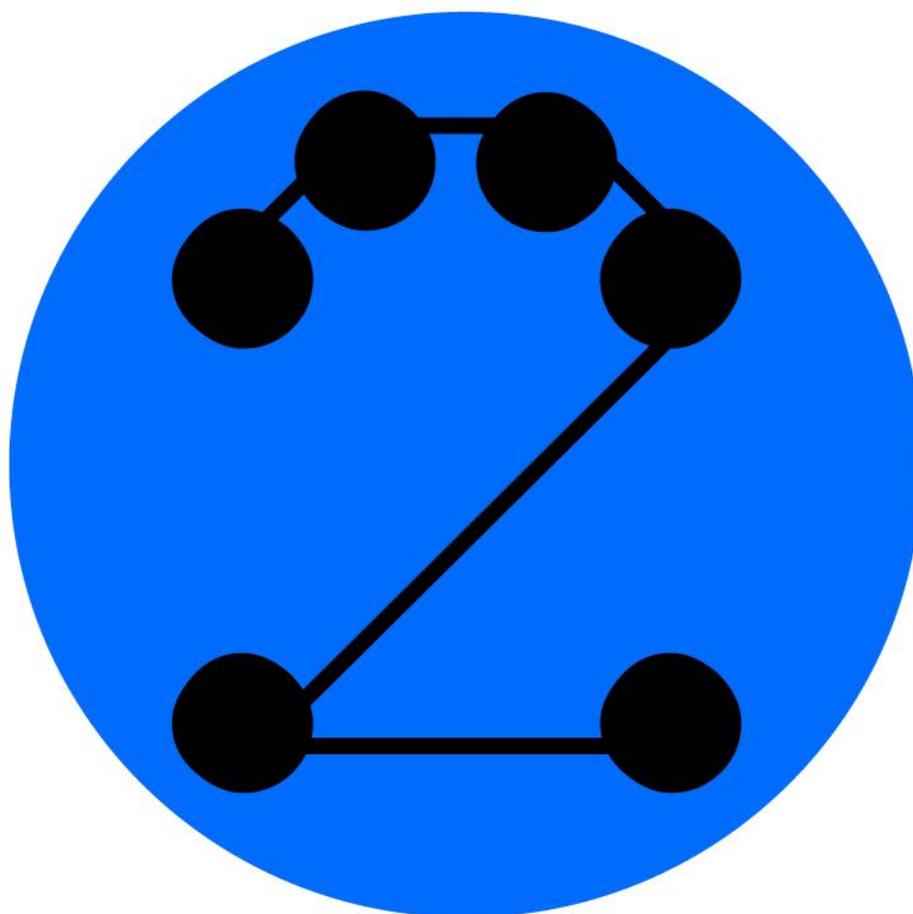


Entorno económico, sectorial y regulatorio



- 57 Entorno económico, sectorial y regulatorio
- 67 Entorno del sector financiero
- 71 Visión 2025

Entorno económico, sectorial y regulatorio

2.1 Entorno económico y financiero

El año 2024 volvió a caracterizarse por una divergencia en el crecimiento de Estados Unidos y la zona euro.

El año 2024 fue un año caracterizado, en el ámbito económico, por una acusada divergencia entre el comportamiento de la economía de Estados Unidos, mejor de lo inicialmente esperado, y la de la zona euro, lastrada por aspectos como la elevada incertidumbre política en Francia y la debilidad de Alemania, que registró una ligera contracción por segundo año consecutivo. España, por su parte, continuó mostrando un buen comportamiento, con un crecimiento superior al 3%.

La inflación prosiguió con su proceso de convergencia a los objetivos de los bancos centrales a lo largo del ejercicio, si bien las partidas de servicios mostraron una moderación lenta y permanecieron en niveles relativamente elevados. En cualquier caso, los bancos centrales fueron ganando confianza sobre el proceso de moderación de la inflación y a mediados de año empezaron a realizar recortes en los tipos de interés oficiales. A pesar de ello, mostraron un tono cauto sobre la senda futura de tipos.

2024 también fue un año marcado por los eventos políticos y geopolíticos. En Oriente Próximo hubo varios episodios de escalada entre Israel e Irán y, en general, la situación en la región empeoró a lo largo del año, con la implicación de varios actores regionales, como Irán y la milicia Hezbolá en el Líbano. En el ámbito de la política interna, más de 70 países (el equivalente a alrededor de la mitad de la población mundial) celebraron elecciones durante 2024. Entre ellas, destacaron las elecciones presidenciales en Estados Unidos, con victoria de Trump, lo que abre una nueva fuente de incertidumbre como ya pasó durante su anterior mandato. En Francia y México, las elecciones celebradas también añadieron ruido político.

Por último, en el ámbito de los mercados financieros, 2024 volvió a ser un año positivo, especialmente para los activos de riesgo. Los distintos episodios de naturaleza geopolítica o financiera (como las turbulencias en verano debido a la reversión de las posiciones de *carry trade* en yenes) solo causaron una inestabilidad puntual, que se revirtió posteriormente.

Entorno político y geopolítico

Los eventos geopolíticos continuaron siendo un vector de incertidumbre para los mercados y la economía global durante 2024. En primer lugar, el conflicto en Oriente Próximo, que estalló con el ataque de Hamás en Israel en octubre de 2023, escaló a nivel regional a lo largo de 2024. En este contexto, Israel e Irán intercambiaron ataques directos sobre sus respectivos territorios, algo que no había sucedido hasta la fecha. Con todo ello, los riesgos se incrementaron, a pesar de que no hubo disrupciones en los flujos de petróleo o gas que salen de Oriente Próximo ni impactos importantes en estos mercados.

Los eventos geopolíticos y la política interna de varios países fueron un foco de atención a lo largo del año.

En segundo lugar, el conflicto en Ucrania continuó. Aunque los avances de Rusia en el Este de Ucrania fueron limitados, los ataques por parte de Rusia acabaron con buena parte de la infraestructura energética de Ucrania, al tiempo que Ucrania respondió con ataques contra refinerías de petróleo en territorio ruso. El G7 continuó dando apoyo financiero a Ucrania, pero las presiones de Occidente para que se avance en una finalización del conflicto aumentaron.

En tercer lugar, las estrategias para reducir las dependencias comerciales con China se mantuvieron a ambos lados del Atlántico. Estados Unidos continuó estableciendo límites al comercio con China y a las transferencias de tecnología hacia este país, mientras que Europa aprobó aranceles adicionales a las importaciones de vehículos eléctricos procedentes del gigante asiático. China respondió con la adopción de medidas de represalia contra Europa, con afectaciones en sectores concretos.

Por otra parte, la política interna también fue un foco de atención importante en 2024 en distintos países. En Estados Unidos, Trump ganó las elecciones presidenciales, lo que genera una nueva fuente de incertidumbre a raíz de su postura agresiva en el ámbito de comercio exterior o de la política migratoria.

En Francia, el ruido político fue muy elevado. Tras el adelanto electoral, el Parlamento quedó dividido prácticamente en tres bloques sin que ninguna fuerza política consiguiera una mayoría absoluta. Después de difíciles negociaciones, se formó un ejecutivo liderado por Barnier cuyo mandato finalizó a los pocos meses, después de que la oposición presentara una moción de censura. Tras ello, Macron nombró al liberal Bayrou como nuevo primer ministro, el cual formó un nuevo ejecutivo cuya principal tarea será la elaboración de unos presupuestos para 2025.

En México, el ruido político interno derivó en un deterioro de las perspectivas económicas para el país. Las elecciones celebradas en junio dieron lugar a un gobierno reforzado con mayoría cualificada en las cámaras parlamentarias y con voluntad de implementar reformas que no son bien vistas por los inversores y que podrían llegar a desencadenar acciones negativas por parte de las agencias de *rating*, principalmente, si llegara a ponerse en duda la disciplina fiscal del Ejecutivo.

Actividad económica e inflación

La evolución económica global mantuvo a lo largo del año una acusada divergencia entre el dinamismo de la economía estadounidense, que mostró un mejor comportamiento de lo esperado, y la economía de la zona euro, especialmente lastrada por la debilidad de Alemania. España siguió destacando en positivo dentro de la zona euro, mientras que China continuó viéndose afectada por los impactos del ajuste de su sector inmobiliario.

La inflación prosiguió con su proceso de convergencia a los objetivos de los bancos centrales a lo largo de 2024.

En la zona euro, la actividad continuó mostrando señales de debilidad, en un contexto de tipos restrictivos y en el que Alemania siguió experimentando importantes vulnerabilidades derivadas del *shock* energético y de la mayor competencia de China. Ello está pesando en sus exportaciones y su sector industrial, especialmente la automoción y los sectores más electrointensivos.

La periferia europea, en sentido contrario, mostró un mayor dinamismo, impulsada por la importante recuperación del turismo y el desembolso de los fondos Next Generation European Union (NGEU).

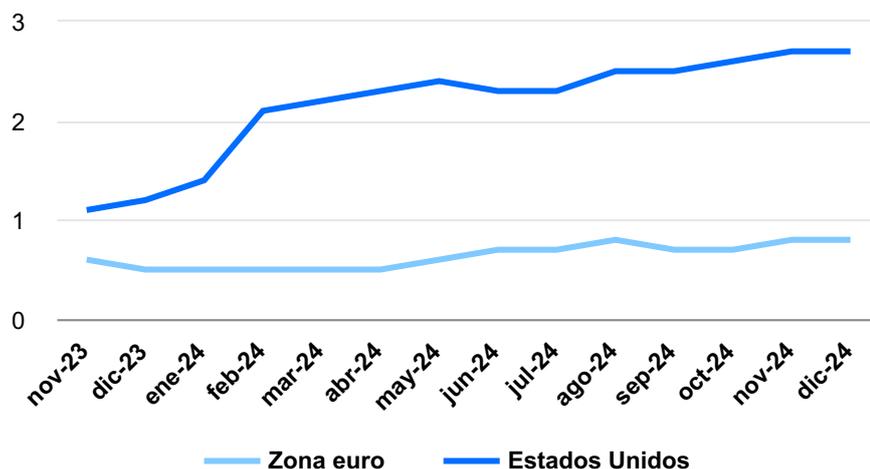
En el ámbito fiscal, la Unión Europea (UE) abrió un procedimiento de déficit excesivo a Francia e Italia por incumplir las normas fiscales. Ambos países tienen un elevado déficit público y la expectativa es que su deuda pública se incremente los próximos años.

En Reino Unido, la actividad se mostró algo más dinámica que en 2023. La confianza de los hogares recuperó terreno gracias a una inflación más contenida. La caída de los tipos de interés llevó a un buen desempeño del mercado inmobiliario, que fue de menos a más durante el año, registrando aumentos en el precio de la vivienda y una recuperación de las transacciones.

En Estados Unidos, la actividad se mostró sólida. El PIB continuó creciendo a tasas elevadas a pesar del contexto de una política monetaria todavía en terreno restrictivo. El mercado laboral se mantuvo resiliente, aunque dio ciertas muestras de ralentización. La tasa de paro, pese a incrementarse ligeramente frente al 2023, continuó cerca de mínimos históricos.

Evolución de la previsión de crecimiento económico para 2024 entre la zona euro y Estados Unidos

Fuente: Consensus Economics.



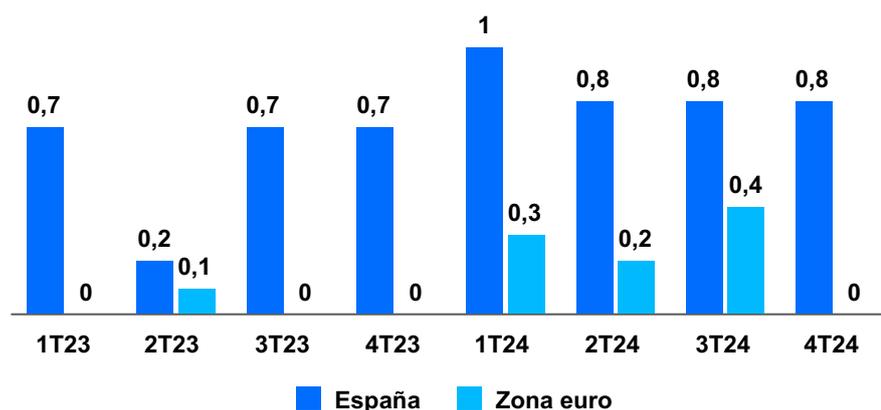
La economía española siguió destacando en positivo dentro de la zona euro.

En España, la economía siguió destacando en positivo dentro de la zona euro, con crecimientos elevados que sorprendieron positivamente y con continuas revisiones al alza de las previsiones de crecimiento por parte del consenso y de diversas instituciones. La composición del crecimiento fue favorable, con un destacado protagonismo del consumo privado y de las exportaciones turísticas, las cuales se vieron favorecidas por una mayor diversificación geográfica y estacional. La inversión, por su lado, mostró un menor dinamismo.

En el mercado laboral, la creación de empleo siguió aumentando de forma sólida y se lograron nuevos máximos históricos en el número de ocupados, al tiempo que las confianzas empresariales, tanto del sector servicios como del sector manufacturas, se mantuvieron prácticamente todo el año en terreno expansivo, a pesar de los impactos de la DANA, que afectó, entre otros territorios, a la provincia de Valencia.

Crecimiento del PIB de España vs zona euro (variación trimestral en porcentaje).

Fuente: Eurostat.



El crecimiento en España se vio respaldado por varios factores como son los importantes flujos de inmigración, la recuperación de las rentas reales, la buena situación financiera de hogares y empresas, las bajadas de tipos de interés y el continuo despliegue de los fondos NGEU.

Número total de ocupados en España (millones).

Fuente: INE.



En el terreno de la política económica se tomaron varias actuaciones entre las que destacan: (i) el anuncio de movilización por parte del Gobierno de 40 mil millones de euros de la adenda del plan de recuperación para ser canalizados en 5 fondos a través de diversos instrumentos financieros (como líneas de mediación con entidades financieras, préstamos directos o inversiones en el capital de algunas empresas); (ii) la aprobación de un convenio entre el ICO y el Gobierno para que el ICO conceda avales por valor de 2 mil millones de euros para la promoción de viviendas destinadas a alquiler asequible; (iii) la prórroga de la rebaja del IVA de algunos alimentos hasta septiembre y su parcial recuperación en octubre; (iv) la reforma del subsidio de desempleo para aumentar su cuantía y hacerlo compatible con el empleo; (v) el envío a la Comisión Europea del Plan Fiscal Estructural para el período 2025-28 en el que se plantearon los objetivos de déficit ajustados a las nuevas reglas fiscales europeas; y (vi) varios paquetes de ayuda destinados a paliar el impacto económico de la DANA.

En México, la actividad mostró un tono débil señalizando una clara pérdida de tracción respecto al ritmo de crecimiento observado en 2022-2023. El crecimiento económico se vio lastrado por el mantenimiento de una política monetaria restrictiva y la incertidumbre política doméstica y externa.

Más allá de México, las economías emergentes siguieron mostrándose, en general, resilientes, a pesar del contexto de tipos de interés elevados a nivel global. Estos países recibieron apoyo de la mayor fragmentación del comercio y la inversión global. También fue un factor de soporte la menor restricción de la política monetaria, ya que algunos de los países emergentes empezaron a reducir los tipos de interés oficiales antes que los países desarrollados. Esta resiliencia tuvo lugar a pesar de la desaceleración económica de China, debido a la intensificación del ajuste del sector inmobiliario. A raíz de ello, las autoridades chinas anunciaron, a finales de septiembre, una importante batería de políticas de estímulo dirigidas a contener el deterioro del sector inmobiliario e impulsar al alza la confianza de los hogares. Todo ello, con el objetivo de estabilizar la economía.

La inflación en las principales economías desarrolladas avanzó en su acercamiento a los objetivos de los bancos centrales a lo largo de 2024, aunque los componentes de servicios siguieron mostrando una destacada inercia.

En la zona euro, la inflación continuó con su proceso de moderación y se llegó a situar por debajo del objetivo del 2,0% interanual por primera vez desde mediados de 2021, gracias especialmente al componente

energético. La inflación del sector servicios, en cualquier caso, se mantuvo en niveles históricamente elevados.

En Reino Unido, la inflación general cedió hasta situarse cerca del objetivo, ayudada por una corrección del precio de la energía, en particular de los carburantes. La inflación subyacente mostró una mejora, aunque aún presenta signos de rigidez, en particular en el sector servicios.

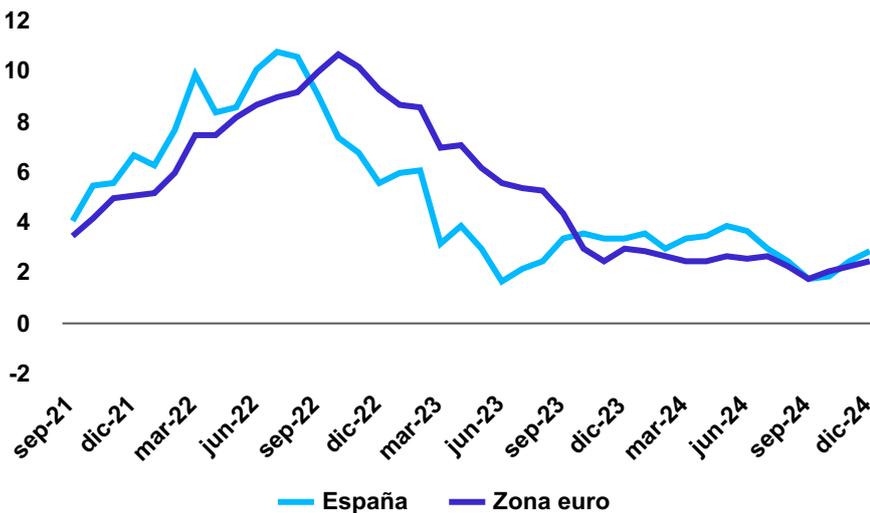
En Estados Unidos, la inflación continuó con su proceso de gradual desaceleración, con la inflación general cerca del objetivo y la subyacente algo por encima. Por componentes, la presión en los servicios se moderó en los últimos meses del año, pero la vivienda siguió siendo un factor al alza en la dinámica de precios, mientras que los bienes y la energía contribuyeron favorablemente a la caída de la inflación. Del mismo modo, en México, el proceso de desinflación continuó, si bien se observó cierta persistencia del componente de servicios.

En España, los precios se vieron sostenidos por la persistente inflación de los servicios, especialmente los relacionados con el sector turístico. A ello se le sumó, durante la primera mitad de año, el todavía elevado crecimiento de los precios energéticos, por efectos base derivados de cambios impositivos en el precio de la electricidad y cierto repunte del precio de los carburantes. A partir de junio, la inflación inició una moderación influida por unos menores precios energéticos y de algunos alimentos que la llevó a situarse en el 1,7% interanual en septiembre. A partir de ese momento, la inflación repuntó hasta el 2,8% en diciembre debido, entre otros factores, a un efecto base en los precios de la energía. En el conjunto del año la inflación acabó siendo un 2,9%, descendiendo desde el 3,4% registrado en 2023.

En cuanto al precio de la vivienda este siguió exhibiendo un fuerte dinamismo, acelerando su ritmo de crecimiento hasta tasas superiores al 8% interanual, fruto de una demanda creciente y una oferta relativamente escasa.

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

Fuente: Eurostat.



Política monetaria

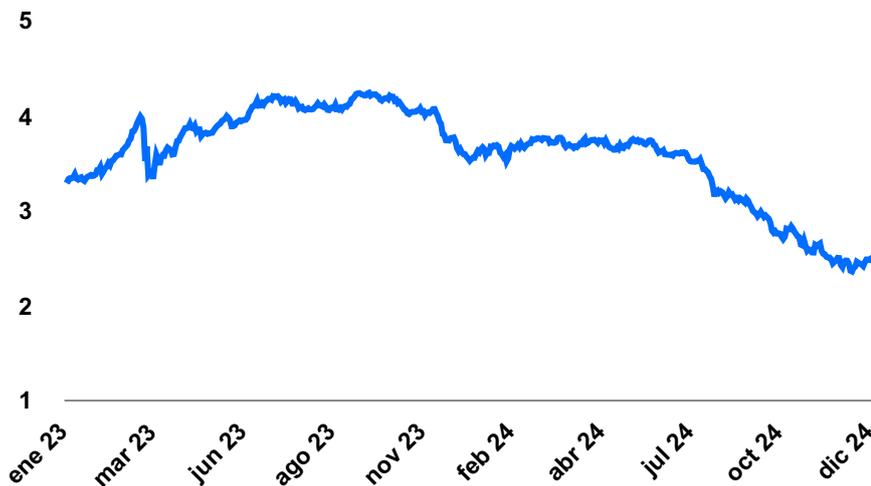
Durante 2024, los bancos centrales de países desarrollados comenzaron con el ciclo de bajadas, en un contexto de moderación de la inflación.

Los bancos centrales empezaron a realizar recortes en los tipos de interés oficiales a mediados de año.

En la zona euro, el Banco Central Europeo (BCE) inició su ciclo de bajadas en junio y situó el tipo de depósito en el 3,00% (desde el 4,00%), en un contexto de debilidad económica y en el que la inflación se situó cerca del objetivo. Por otra parte, el BCE aceleró la disminución de tenencias de activos, dejando de reinvertir los vencimientos de su programa de emergencia de pandemia PEPP. Asimismo, las entidades bancarias devolvieron toda la liquidez inyectada a través de las operaciones de financiación TLTROs III.

Euribor 12M (%).

Fuente: Refinitiv.



En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) redujo 100 puntos básicos el rango objetivo del Fed Funds hasta el 4,25-4,50%, en un contexto en el que el banco central observó un enfriamiento en las dinámicas del mercado laboral y se mostró más confiado sobre que la inflación se dirija hacia el objetivo del 2%. Asimismo, señaló que los riesgos sobre la inflación pasaron a estar ampliamente equilibrados. De cara en adelante, el banco central señaló que mantendrá una postura *data-dependent* y que la aproximación al ciclo de bajadas será gradual.

En Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE) inició el ciclo de bajadas con sendos recortes de 25 puntos básicos en agosto y noviembre, hasta un tipo rector del 4,75%. El banco central se mostró favorable a reducir los tipos de manera gradual, con una actitud de *meeting by meeting*, y mantuvo el mensaje de que la política monetaria deberá seguir siendo restrictiva por un periodo suficientemente largo hasta que los riesgos sobre la inflación se hayan disipado. Sobre las políticas de balance, se tomó la decisión de reducir las tenencias del BoE por valor de 100 miles de millones de libras durante el próximo año, en línea con los dos años anteriores.

En México, el banco central inició el ciclo de bajadas del tipo oficial en el primer trimestre del año y llevó a cabo cinco recortes de 25 puntos básicos en el conjunto del año, hasta situarlo en el 10,00%.

Adicionalmente, el Banxico dejó las puertas abiertas a futuros recortes adicionales e incluso a aumentar la magnitud de los mismos. El Banxico reconoció los avances en la senda desinflacionista aunque continuó considerando que los riesgos sobre la inflación estaban sesgados al alza, y se mostró preocupado por la debilidad de la actividad cuyo balance de riesgos consideraba sesgado a la baja.

A su vez, otros países latinoamericanos, como Colombia, Chile, Perú o Brasil, continuaron con las bajadas de tipos iniciadas en 2023, pero se mostraron más cautos en la segunda parte del año. En particular, en Brasil, el ruido fiscal y el empeoramiento de las expectativas de inflación llevaron a que el banco central reevaluara la senda de flexibilización y, en septiembre, iniciara una senda de subidas del tipo de interés, siendo el único de la región que aumentó los tipos oficiales. El banco central brasileño llevó a cabo tres subidas consecutivas por un acumulado de 175 puntos básicos, hasta el 12,25%, y anticipó aumentos adicionales en sus próximas dos reuniones. En Turquía, el banco central continuó con la agresiva senda de tensionamiento de la política monetaria iniciada en junio de 2023, llevando el tipo de interés oficial hasta el 50% en marzo de 2024, nivel donde lo mantuvo durante casi todo el año dado el contexto aún de inflaciones de dos dígitos. Solo en diciembre el banco central turco recortó el tipo de interés oficial en 250 puntos básicos hasta el 47,50%, ante las mejores perspectivas de inflación. Por su parte, en China, las autoridades adoptaron medidas de laxitud monetaria para apoyar la reactivación económica.

Mercados financieros

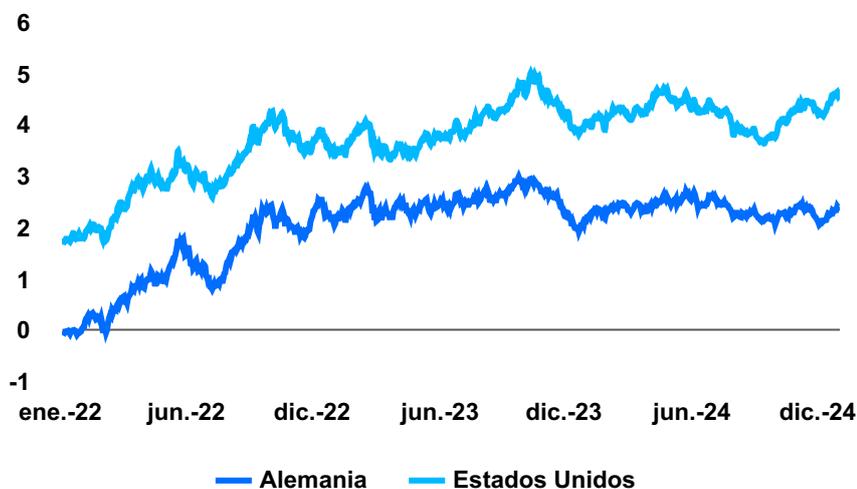
2024 volvió a ser un año positivo para los mercados financieros, especialmente para los activos de riesgo.

Los mercados financieros volvieron a presentar un buen comportamiento en 2024, siguiendo con el tono positivo con el que se cerró el año anterior. Los activos de riesgo registraron avances en un contexto en el que la economía de Estados Unidos se mostró resiliente, se corroboró la tendencia desinflacionista en las principales economías desarrolladas y los bancos centrales iniciaron las bajadas de tipos de interés. Varios índices bursátiles alcanzaron nuevos máximos históricos impulsados por el buen comportamiento del sector tecnológico, alentado por el desarrollo de la inteligencia artificial generativa. Mientras tanto, los diferenciales de la deuda corporativa y las primas de la deuda pública periférica se mantuvieron en niveles muy contenidos. Las rentabilidades de la deuda pública de países desarrollados, por su parte, registraron un vaivén durante el año, en un contexto en el que los mercados fueron ajustando sus expectativas de bajadas de tipos oficiales. Finalmente, el euro cerró significativamente más depreciado frente al dólar, afectado por la divergencia de política monetaria entre la zona euro y Estados Unidos y, sobre todo, la victoria de Trump en las elecciones presidenciales de Estados Unidos.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo cerraron el año en unos niveles superiores a los de cierre de 2023 a ambos lados del Atlántico, aunque durante el año presentaron bastante volatilidad a medida que el mercado iba ajustando sus expectativas de tipos oficiales.

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

Fuente: Refinitiv.

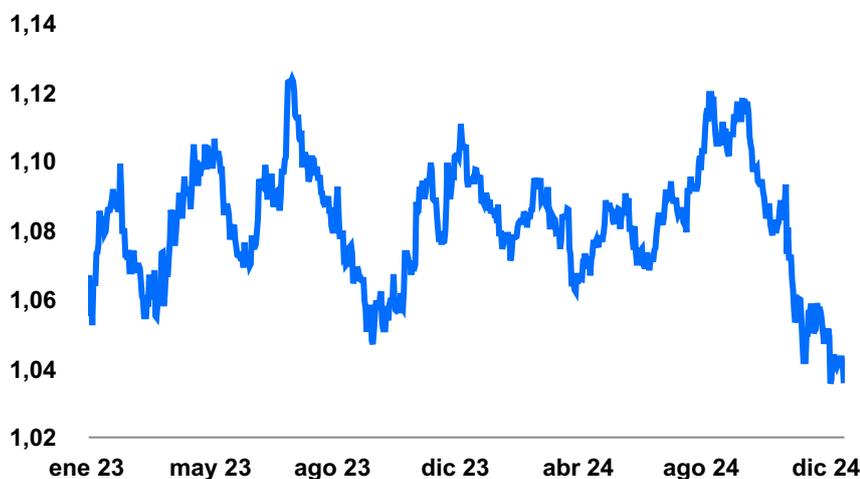


Las primas de riesgo soberanas periféricas se situaron en unos niveles inferiores a los del cierre de 2023, respaldadas por las acciones positivas por las agencias de *rating*, el buen tono de la actividad, los programas de emergencia del BCE y el desembolso de los fondos NGEU de la UE.

La prima de riesgo de Francia, por su parte, repuntó de manera destacada ante la importante incertidumbre política, el mal tono de sus cuentas públicas y las acciones negativas por parte de las agencias de calificación crediticia.

Respecto a las divisas de países desarrollados, el dólar fue cotizando durante la mayor parte del año en un rango de 1,06 - 1,12 USD/EUR, afectado principalmente por el movimiento en los diferenciales de tipos de interés a corto plazo. Tras la victoria de Trump en las elecciones de Estados Unidos, el cruce rompió dicho rango de cotización y cerró el año en 1,04 USD/EUR, niveles no vistos desde 2022. La libra esterlina, en su cruce frente al euro, se apreció gracias a la postura más tensionadora del BoE respecto a la del BCE.

Dólares por euro. Fuente: Refinitiv.



Los mercados de renta variable registraron un comportamiento muy positivo. La mayor parte de índices bursátiles registraron revalorizaciones destacadas. Por ejemplo, el Stoxx 600 avanzó un 6% respecto al cierre del año anterior, mientras que el IBEX 35 consiguió revalorizarse casi un 15%. En Estados Unidos, los avances fueron especialmente importantes, sobre todo en el caso de las empresas tecnológicas (el S&P 500 y el Nasdaq llegaron a revalorizarse más de un 20%).

En los países emergentes, las primas de riesgo soberanas se desplazaron ligeramente al alza, en un contexto en el que los riesgos fiscales continuaron siendo el foco en países como Brasil o Colombia y en el que la incertidumbre política se incrementó en México. Ello, junto con la reducción del precio del petróleo y el resultado de las elecciones en Estados Unidos, supuso también un lastre para las divisas de estos países. Además, la incertidumbre respecto a la agenda de Trump pesó negativamente sobre el yuan, a pesar del giro de la política económica (más expansivo) anunciado por las autoridades chinas en tramo final del año. En sentido contrario, sí que tuvo lugar una reducción de la prima de riesgo de Turquía, que se vio favorecida por la implementación de unas políticas de carácter más ortodoxo. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública doméstica a largo plazo, en general, se desplazaron al alza a lo largo del año, con la principal excepción de China, donde se vieron arrastradas a la baja por las señales de desaceleración económica y las expectativas de recortes de los tipos de interés.

Por su parte, los mercados de criptoactivos registraron un importante impulso a principios de año con la aprobación y la emisión en Estados Unidos de ETFs que invierten en bitcoin al contado. Estos productos atrajeron gran interés por parte de inversores institucionales a lo que, a partir de finales de julio, se le sumó la aprobación y emisión de ETFs que invierten en Ethereum al contado. Todo ello, conjuntamente con el bitcoin *halving* a finales de abril (proceso que se produce cada cuatro años por el que se reduce a la mitad la comisión que se obtiene a cambio de minar bitcoins en su *blockchain*) y el triunfo de Trump tras una campaña electoral favorable al ecosistema cripto, contribuyeron a elevar la cotización del bitcoin frente al dólar hasta nuevos máximos históricos, superando los 100 mil dólares. La valoración del mercado de criptoactivos en su conjunto llegó a superar los 3,7 billones de dólares en diciembre, niveles máximos históricos.



2.2 Entorno del sector financiero

Sector bancario

El sector bancario registró un aumento de la rentabilidad gracias a la favorable evolución del margen neto de intereses y de los ingresos por comisiones.

En la primera parte del año, se materializaron los riesgos sobre el sector bancario asociados al sector inmobiliario comercial (CRE), inmerso en un proceso de ajuste intensificado por las subidas de tipos de interés.

Numerosos bancos reconocieron pérdidas asociadas a la exposición del segmento de oficinas, aumentaron las provisiones en los préstamos al CRE y adoptaron diversas medidas. La situación de New York Community Bancorp (NYCB), un banco regional de Estados Unidos, hizo revivir los temores del episodio de estrés bancario de marzo de 2023.

Los desarrollos negativos relacionados con NYCB se debieron al reconocimiento de pérdidas y al aumento de provisiones asociadas al segmento de oficinas, así como a mayores requerimientos regulatorios debido al aumento de su tamaño después de comprar Signature Bank (uno de los bancos que colapsaron en 2023). Se produjo cierto contagio a otros bancos regionales, pero la situación permaneció contenida. En Europa, varios bancos alemanes de pequeño tamaño y especializados en el sector inmobiliario, como Deutsche Pfandbriefbank y Aareal Bank, reportaron exposición al CRE, tanto doméstica como estadounidense. Los bancos de otros países como Japón, Suecia y Suiza también tomaron acciones ante el deterioro del CRE en Estados Unidos y Europa. Las autoridades no se vieron obligadas a tomar medidas como en el episodio que afectó al sector bancario en 2023, pero sí intensificaron la política de comunicación, manifestando que la concentración del riesgo era elevada en algunos bancos y en el sector financiero no bancario.

A pesar de estos desarrollos, la situación general de los bancos siguió mejorando en 2024, apoyada por un favorable contexto económico y unos tipos de interés todavía elevados. La ratio de capital aumentó en los bancos de las principales economías desarrolladas, que, según las autoridades, tendrían capacidad para enfrentar un escenario adverso. La rentabilidad de los bancos siguió mostrando solidez, al tiempo que el coste de financiación para los bancos se encareció. La devolución de la liquidez asociada a las TLTROs III no tuvo un impacto significativo sobre las ratios regulatorias de liquidez de los bancos europeos. La calidad del activo continuó siendo robusta, pero mostró algunos signos de deterioro en la UE, especialmente en Alemania. En general, las condiciones de concesión de crédito bancario en las principales economías desarrolladas se fueron relajando a lo largo del año, a medida que los bancos centrales acometieron bajadas de tipos de interés.

En cuanto al sector bancario español, la situación siguió siendo favorable, con una rentabilidad elevada y superior al coste de capital (entre el 8% y el 11% según el Banco de España -BdE-), apoyada por la positiva evolución del margen de intereses y de las comisiones netas. La solvencia de los bancos españoles, medida por la ratio CET1, continuó

situándose por debajo del promedio europeo. El coste medio de la remuneración del pasivo siguió aumentando en la primera mitad de 2024, para posteriormente comenzar a descender en el caso de la remuneración de los depósitos de empresas y mantenerse en los hogares. La situación de liquidez de los bancos españoles siguió siendo holgada, a pesar de la devolución de la liquidez de las TLTROs III al BCE, lo que a su vez permitió aumentar la cantidad de colateral disponible para los bancos.

A nivel de las autoridades, el supervisor bancario de la zona euro, el Single Supervisory Mechanism (SSM), incluyó los riesgos geopolíticos de forma más explícita en sus prioridades supervisoras para el periodo 2025-2027, con un foco especial sobre cómo los bancos deben incorporar la gestión de esos riesgos. Por otro lado, la entrada en vigor de Basilea III sufrió múltiples retrasos. En la UE, la normativa se aplicará en general a partir de 2025, aunque ciertas normas se retrasaron hasta 2026. En Reino Unido su implementación se ha vuelto a retrasar hasta el 1 de enero de 2027, para dar más tiempo para tener claridad sobre los planes de Estados Unidos, donde la llegada de Trump puede suponer una nueva oleada de desregulación financiera y por tanto hay cada vez más dudas sobre la implementación de Basilea III.

Durante gran parte de 2024 se ha mantenido la incertidumbre acerca de la introducción de medidas fiscales sobre el sector bancario en varios países, con el fin de aumentar la recaudación de los gobiernos. En cuanto a los impuestos, destacó el caso de España, donde se creó un nuevo impuesto a la banca que sustituía al gravamen temporal de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito, si bien modificando su configuración en determinados aspectos, como la eliminación del umbral de 800 millones referido al ejercicio 2019 y el establecimiento de una escala de gravamen progresiva de entre el 1% y el 7%. La recaudación se repartirá entre las comunidades autónomas en función del tamaño del PIB. Según el informe de estabilidad financiera del BdE de otoño de 2024, el impuesto extraordinario al sector bancario ha reducido la ratio de rentabilidad (RoE) en 0,6 p.p., hasta el 13,9% a junio de 2024. Por otro lado, el BCE, en su dictamen de 17 de diciembre de 2024, reiteró la necesidad de realizar un seguimiento continuo de las implicaciones del nuevo impuesto desde el punto de vista de la estabilidad financiera, recomendando un análisis exhaustivo de su impacto sobre la rentabilidad y la base de capital a más largo plazo, el acceso a la financiación, el posible impacto sobre la liquidez, la concesión de nuevos préstamos y las condiciones de competencia en el mercado.

Estabilidad financiera y política macroprudencial

A lo largo de 2024, las autoridades financieras consideraron que los riesgos a la estabilidad financiera a nivel global se habían moderado. Las principales preocupaciones se centraron en factores financieros y geopolíticos, mientras que los puramente macroeconómicos se atenuaron. Las principales vulnerabilidades mencionadas por las autoridades fueron la propagación de *shocks* del sector financiero no bancario, la evolución del CRE, la acumulación de deuda pública y privada, el aumento del nexo soberano-bancario, el crecimiento del *private credit* y los ciberriesgos.

En Europa, varios países implementaron una política macroprudencial restrictiva. En España, el BdE activó el colchón de capital contracíclico (CCyB), de forma que se situará en el 0,5% a partir del 1 de octubre de 2025. El segundo aumento del CCyB, hasta el 1% en octubre de 2026, tiene que ser confirmado en una nueva decisión a finales de 2025. El BdE también sacó a consulta pública el marco metodológico para la

fijación del CCyB, que establece un nivel del 1% cuando los riesgos sistémicos cíclicos se sitúan en un nivel estándar. La autoridad estimó que un CCyB del 1% reduce la ratio de capital CET1 de los bancos españoles en 0,4 - 0,5 puntos porcentuales. El Banco de Portugal tomó una medida similar a España, al elevar el CCyB hasta el 0,75% y revisar el marco metodológico para la fijación del CCyB. Además, activó un colchón de riesgo sistémico sectorial sobre las exposiciones a hipotecas residenciales del 4% a partir de octubre de 2024. Italia también optó por establecer un colchón de riesgo sistémico del 0,5% a partir de enero de 2025 y del 1% a partir de julio de 2025. El BdE decidió dar reciprocidad a la activación de estos colchones macroprudenciales en Portugal e Italia, lo que afectó a los bancos españoles con exposiciones en esos países.

Unión Bancaria y Unión de Mercados de Capitales

En términos de construcción europea se produjeron algunos avances destacados y se incrementaron el número de propuestas relevantes para la agenda europea a raíz de la formación del nuevo Parlamento Europeo.

Respecto a la Unión Bancaria, la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo aprobó la propuesta de Reglamento por el que se establece la primera fase del Fondo Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS I). En esta fase, todavía se precisará de los sistemas de garantía de depósitos nacionales (DGS) para enfrentar posibles resoluciones bancarias. A su vez, se acordó priorizar la acumulación del fondo europeo de garantía de depósitos (DIF) de forma gradual, mediante aportaciones de los distintos DGSs nacionales. Por otro lado, se avanzó en las negociaciones del marco de gestión de crisis para bancos medianos (Crisis Management and Deposit Insurance - CMDI), cuya aprobación final dependerá de los últimos acuerdos de los trílogos. Otra de las medidas adoptadas por el Parlamento Europeo fue el paquete de medidas contra el blanqueo de capitales, que incluye la creación de la Autoridad Europea contra el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo (AMLA).

Por otro lado, se publicaron los informes encargados a Enrico Letta y a Mario Draghi, que abogaban por un despliegue de la unión de mercado de capitales (CMU), renombrada como unión del ahorro y de la inversión (SIU). En ellos se realizaban una serie de propuestas, entre las cuales destaca la necesidad de reformar los mercados de titulizaciones, impulsar el ahorro europeo con incentivos fiscales, mejorar los planes de pensiones europeos y transformar a la Autoridad Europea de Mercados Financieros (ESMA), dándole más poder y centralizando la supervisión de los agentes más sistémicos del mercado financiero.

Retos para el sector bancario

La sostenibilidad continuó siendo uno de los focos de atención para las autoridades financieras, a pesar de que los resultados de las elecciones en Estados Unidos y Europa no fueron favorables a continuar avanzando en la transición ecológica. Destacó el mayor foco en los temas relacionados con la protección de la naturaleza y la biodiversidad por parte de las autoridades financieras.

En Estados Unidos, la Fed publicó el primer ejercicio de análisis de escenarios climáticos, en el que se analizaron los impactos sobre la probabilidad de impago de los préstamos a empresas y a hogares en función de las exposiciones de los seis principales bancos. Al igual que ejercicios similares en otras jurisdicciones, no tuvo implicaciones para el capital ni la supervisión de los bancos.

En Europa se aprobaron prácticamente todas las normativas que quedaban por terminar, de forma que en 2025 entrarán en vigor nuevos requerimientos de información y transparencia. La Autoridad Bancaria Europea (EBA) mostró preocupación por el impacto del *greenwashing* sobre los riesgos reputacional y operacional y recomendó a los bancos una serie de mejoras en el ámbito de la gobernanza, los datos y la publicación de información. Además, en 2024, los bancos europeos comenzaron a publicar su ratio de activos verdes, que osciló entre el 2% y el 10% según el banco, niveles inferiores a los estimados por la EBA. La ratio sufrió diversas críticas respecto a su diseño.

Por su parte, el BCE publicó su plan de trabajo sobre riesgos climáticos y naturales para 2024-2025 y los riesgos climáticos continuaron siendo una de las prioridades supervisoras del SSM en 2024. A falta de ejercicios de estrés climático por parte de los supervisores durante 2024, el BCE concluyó que las empresas más comprometidas con la transición ecológica se benefician de tipos de interés más bajos en la financiación bancaria. La encuesta de crédito del BCE también mostró que el cambio climático, especialmente los riesgos físicos, contribuyó a endurecer las condiciones de crédito para las empresas más contaminantes.

En cuanto a las medidas a adoptar sobre los riesgos financieros del cambio climático, la Autoridad Europea de Estabilidad Financiera (ESRB) abogó por la complementariedad entre las políticas micro y macroprudenciales, de forma que no supongan un aumento de los requerimientos para los bancos.

A nivel de industria financiera, la Glasgow Financial Alliance for Net Zero, principal coalición del sector financiero, anunció cambios en su organización, en un contexto de abandono de la alianza por parte de varios grandes bancos estadounidenses. A las presiones del Partido Republicano de Estados Unidos sobre la alianza durante los últimos meses se les une la presidencia de Trump, contrario a la lucha contra el cambio climático.

Los procesos de digitalización en el sector financiero continuaron acelerándose, dando lugar a diversos focos de atención. Por un lado, continuaron las tendencias de años anteriores de avance continuado de las Bigtech en servicios financieros. El sector bancario siguió insistiendo en la necesidad de una regulación que atienda al principio de "misma actividad, mismo riesgo, misma regulación". Por otra parte, continuó igualmente la proliferación de los ciberataques, tanto en frecuencia como en severidad. Respecto al ciber riesgo, fue novedoso que el BCE llevó a cabo su primer estrés test de ciber resiliencia y concluyó que, en general, los bancos tienen marcos de respuesta y recuperación establecidos, aunque hay algunas áreas de mejora.

En el ámbito regulatorio de la digitalización, la ley de Mercados de Criptoactivos (MiCA) fue entrando en vigor gradualmente, pero no estará totalmente implementada hasta 2025. Son varias las entidades financieras que han anunciado un lanzamiento de nuevos servicios relacionados con los criptoactivos en fechas alineadas con la plena implementación de esta regulación.

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, pero las agencias federales, continuaron ejerciendo 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 julio la versión final del marco de publicación de las exposiciones a criptoactivos por parte de los bancos y los ajustes a su estándar del tratamiento prudencial. Los bancos tendrán que aplicar ambos estándares a sus exposiciones a criptoactivos a partir del 1 de enero de 2026.

Respecto a las divisas digitales de bancos centrales, los proyectos continuaron avanzando. En 2024 destacó el avance del proyecto del euro digital. El BCE continuó con la fase de preparación, que inició en otoño de 2023 y que está previsto que dure dos años. Esta fase incluye 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, retomó la propuesta de marco regulatorio para el euro digital que inició la administración anterior.

China continuó avanzando con el yuan digital ampliando su uso, aunque con ciertas dificultades. Reino Unido continuó trabajando en una potencial libra digital, pero su proyecto avanza más lentamente que el del euro digital. Mientras, Estados Unidos mantuvo su proyecto de dólar digital en un segundo plano y con la victoria de Trump su potencial emisión se volvió todavía más improbable. Además, el Congreso de Estados Unidos aprobó una ley que requiere a la Reserva Federal obtener la aprobación parlamentaria antes de poder emitir un dólar digital.

También continuaron produciéndose importantes avances en experimentar las posibilidades de interoperabilidad entre divisas digitales de los distintos bancos centrales y los depósitos *tokenizados* de los bancos comerciales, entre los que destaca el proyecto Agorá liderado por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) que se inició este año. De manera paralela, el BIS junto al Fondo Monetario Internacional (FMI) continuaron impulsando 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 2025

Cabe esperar para 2025 un crecimiento económico global afectado por el clima de incertidumbre y la política proteccionista de Trump. La llegada de Trump se suma a otros factores estructurales que actúan como lastre, entre los que cabe destacar: (i) el entorno geopolítico convulso y sus consecuencias sobre el comercio internacional y las cadenas de valor; (ii) la debilidad estructural de economías como China, Alemania o Italia; y (iii) la situación fiscal en algunas economías desarrolladas grandes, especialmente en Estados Unidos, Francia e Italia. Por su parte, en México el crecimiento puede situarse por debajo de los últimos tres años, afectado por el impacto de una política monetaria restrictiva, la incertidumbre en torno a las reformas constitucionales, la revisión del T-MEC y el ajuste fiscal que debe acometer el gobierno.

Se prevé que se complique el entorno geopolítico con la llegada de Trump. Cabe esperar que Trump implemente aranceles a sus socios comerciales, especialmente China, con los que buscaría negociar contraprestaciones que beneficien la economía estadounidense. Así, el clima de incertidumbre y la tendencia a un mayor proteccionismo en varias regiones aumentaría. La preferencia por reducir las dependencias externas y mejorar la autonomía en sectores estratégicos (por ejemplo, el tecnológico) también puede ser un factor de apoyo a la adopción de políticas proteccionistas. Por otra parte, la política aislacionista de Trump penaliza los grandes consensos multilaterales, acentuando la falta de cooperación internacional en distintos ámbitos (además del comercio internacional, también en clima, regulación tecnológica, ciberseguridad, etc.).

El carácter volátil y errático de la inflación se espera que se acentúe por los nuevos *shocks* de oferta (nuevos aranceles, precios de la energía más volátiles, reconfiguración de cadenas productivas, geopolítica convulsa, *shocks* climáticos...) y una política fiscal expansiva. En la zona euro, la inflación podría situarse algo por debajo del objetivo debido a la debilidad económica de la región. En cambio, en Estados Unidos, se prevé que la inflación se mantenga algo por encima de los objetivos de los bancos centrales y que oscile en rangos más amplios.

En términos de política económica, cabe esperar que el *gap* de política monetaria entre Estados Unidos y la zona euro se amplíe. La Reserva Federal puede ser más prudente con su política monetaria y el tipo de interés de llegada se prevé que se mantenga en niveles relativamente elevados, en un contexto de política fiscal más errática, crecimiento sostenido y algo más de inflación. En relación con el BCE, se espera que reduzca el tipo oficial por debajo de la neutralidad monetaria, respondiendo a un escenario de mayor deterioro de la actividad. A medio plazo, se prevé que mantenga el tipo rector en torno a las estimaciones de neutralidad monetaria, debido a los riesgos al alza sobre la inflación.

Respecto a los mercados financieros, cabe esperar que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo sigan sostenidas en niveles relativamente elevados, por una mayor prima a plazo por la volatilidad en el entorno de crecimiento e inflación y las elevadas necesidades de financiación de los soberanos, entre otros factores. Las primas de riesgo de la deuda soberana en la periferia europea pueden permanecer en niveles contenidos y alineadas con sus respectivos *ratings*.

En cuanto al mercado de divisas, se prevé que el dólar muestre una mayor fortaleza, por el aumento del diferencial de tipos favorable a Estados Unidos, el mejor comportamiento de la economía estadounidense y la incertidumbre generada por los riesgos políticos y geopolíticos.

En España, cabe esperar que la economía prosiga con crecimientos por encima de su potencial en los primeros años del horizonte de previsión y que muestre un dinamismo superior al de la zona euro. Tras un período en que el sector exterior ha tenido un papel destacado, la demanda doméstica puede adquirir un mayor protagonismo. La actividad se verá apoyada por el crecimiento poblacional (fruto de las dinámicas migratorias), la favorable evolución del mercado laboral, la ausencia de desequilibrios en el balance de los agentes privados y en el sector exterior, unos menores tipos de interés y un mayor despliegue de los fondos NGEU. El *rating* de la deuda pública española se estima que se mantendrá en el rango A-/A, en un contexto en el que la deuda pública permanecerá en niveles todavía elevados. Ello contribuirá a que la prima de riesgo se mantenga en niveles contenidos.

Dentro del entorno financiero, se espera que la rentabilidad del sector bancario se mantenga resiliente en un contexto de reactivación del crédito y contención de la mora. Se espera igualmente que la posición de capital y de liquidez se mantengan sólidas. La entrada en vigor de Basilea III, la gestión de los riesgos geopolíticos, la implementación de nuevas regulaciones digitales (Digital Operational Resilience Act -DORA- y MiCA), las cuestiones ESG, las amenazas ciber, los impactos de potenciales ajustes en el sector financiero no bancario y el ajuste del inmobiliario comercial serán focos de atención.