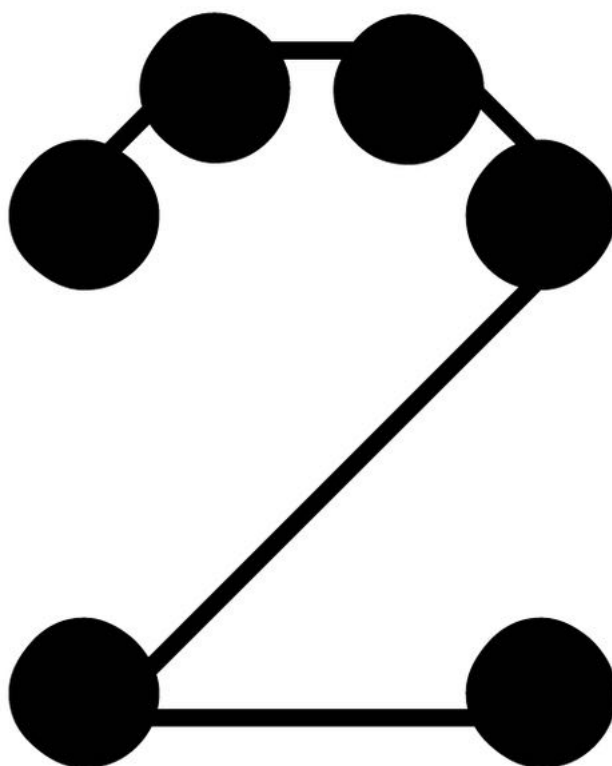


# Entorn econòmic, sectorial i regulador

---



62	Entorn econòmic, sectorial i regulador
72	Entorn del sector financer
76	Visió 2026

# Entorn econòmic, sectorial i regulador

## 2.1 Entorn econòmic i financer

### L'agenda de l'Administració Trump ha condicionat els esdeveniments principals en l'entorn econòmic i financer del 2025.

L'any 2025, l'agenda econòmica i reguladora de l'Administració nord-americana va condicionar de manera notable l'entorn global. En l'àmbit comercial, els Estats Units van elevar de manera significativa l'aranzel efectiu aplicat a la resta del món. La pressió aranzelària es va moderar parcialment després de firmar acords bilaterals amb diverses regions.

En l'àmbit institucional, les decisions adoptades pels Estats Units van apuntar a una reconfiguració de les regles del joc, amb més ingerència de l'executiu en organismes tradicionalment independents i, cap a l'exterior, menys suport a acords i institucions multilaterals.

Als mercats financers, aquest marc va arribar a provocar episodis puntuals de dubte sobre el paper del deute públic nord-americà com a actiu refugi i del dòlar com a principal moneda de reserva. Alhora, la sostenibilitat dels comptes públics es va mantenir com a focus de preocupació, no solament als Estats Units, sinó també en algunes economies europees, com França.

En el front geopolític va persistir la inestabilitat, amb els conflictes d'Ucraïna i el Pròxim Orient sense una solució a la vista. D'altra banda, la publicació de la nova Estratègia de Seguretat Nacional dels Estats Units al desembre va posar de manifest la voluntat del país de reforçar la seva influència a l'hemisferi occidental.

Tot i aquest teló de fons, l'activitat econòmica i els mercats van demostrar una resiliència notable. Hi van contribuir l'impuls associat al desplegament de la intel·ligència artificial, l'expectativa de retallades de tipus d'interès i la solidesa dels beneficis empresarials, factors que també van sostenir el bon comportament dels actius de risc.

L'economia espanyola va mantenir un creixement vigorós, del 2,8% anual, clarament per sobre de la zona euro. Aquest exercici es va veure afavorit pel dinamisme demogràfic, la baixa exposició als aranzels nord-americans, l'avenç en l'execució dels fons NGEU i la transmissió d'uns tipus d'interès més baixos a llars i empreses.

# Entorn polític i geopolític

La inestabilitat geopolítica va continuar augmentant el 2025, encara que el seu impacte directe sobre l'activitat econòmica i els mercats financers va ser limitat. Els principals focus de tensió es van concentrar al Pròxim Orient, Ucraïna i les relacions entre la Xina i Taiwan, mentre que els Estats Units van intensificar la seva influència a l'hemisferi occidental.

Al Pròxim Orient, Israel va dur a terme atacs directes i generalitzats contra instal·lacions nuclears a l'Iran amb suport nord-americà. L'episodi va provocar un repunt inicial en el preu del petroli, que es va corregir ràpidament després de constatar-se la resposta moderada de l'Iran. Aquest conflicte, unit a l'afebliment de milícies proiranianes a la regió, va reduir la influència geopolítica de l'Iran. Mentrestant, Israel va continuar atacant Gaza i va avançar en l'ocupació militar de la Franja, així com en més control sobre Cisjordània. Malgrat que Trump va acordar amb el primer ministre d'Israel un pla de pau per a Gaza, aquest es va implementar de manera molt incipient, sense un alto el foc definitiu i sense acords amb Hamàs. Els guanys que Israel va aconseguir a escala regional van posar en alerta els estats del golf Pèrsic, sobretot pels dubtes respecte que els Estats Units segueixin sent un garant de seguretat per a tots ells. En aquest context, l'Aràbia Saudita va signar un acord de seguretat amb el Pakistan, potència nuclear, com a mesura preventiva.

## La inestabilitat geopolítica va persistir el 2025, amb els conflictes a Ucraïna i el Pròxim Orient sense perspectiva de resoldre's.

A Ucraïna, l'Administració nord-americana no va aconseguir avenços significatius per posar fi al conflicte. Rússia va intensificar els seus atacs fins a nivells no vistos des de l'inici de la guerra, mentre que Ucraïna va augmentar la seva capacitat per malmetre infraestructures crítiques russes. Les dificultats de Rússia per avançar al front i el desgast econòmic van accentuar l'ús de tàctiques híbrides, incloent-hi ciberatacs i intrusions aèries amb drons a Europa, cosa que va elevar el risc per a la seguretat europea i de l'OTAN.

Com a resposta, l'OTAN va acordar elevar el seu objectiu de despesa en defensa del 2% al 5% del PIB en un horitzó de deu anys. La Unió Europea, per la seva banda, va avançar en la definició d'una estratègia de defensa comuna que faciliti el finançament i la implementació d'inversions estratègiques. Els Estats Units van imposar noves sancions al sector energètic rus i van aplicar aranzels addicionals a l'Índia pel seu paper com a comprador rellevant de petroli rus.

Més enllà d'aquests conflictes, va persistir la tensió entre la Xina i Taiwan, amb exercicis militars recurrents al voltant de l'illa i mesures de pressió econòmica. A finals d'any, l'Administració nord-americana també va iniciar accions militars a Veneçuela amb l'argument de combatre el narcotràfic.

En matèria de política interna, els Estats Units van adoptar mesures que van generar preocupació sobre la qualitat institucional i la separació de poders, afectant universitats, mitjans de comunicació i el sistema judicial. Així mateix, es van desplegar forces militars a ciutats governades per demòcrates per contenir protestes vinculades a polítiques migratòries i qüestions de seguretat. En l'àmbit extern, l'agenda de l'Administració Trump va posar el focus a reduir la seva contribució en acords internacionals o en programes d'ajuda al desenvolupament.

A Europa, es va aconseguir avançar de manera decidida en qüestions estratègiques com les que estan relacionades amb defensa, fet

que va reduir els dubtes respecte a l'impacte de governs de dreta més conservadora com l'italià, que fins i tot va poder contribuir en certa manera a acostar posicions amb els Estats Units. Tot i l'auge de partits d'extrema dreta en intenció de vot, no es van produir canvis de govern a Alemanya o França. Alemanya va celebrar eleccions anticipades que van tornar els conservadors al poder en coalició amb els socialdemòcrates, mentre que França va continuar amb un parlament fragmentat i dificultats per aprovar reformes estructurals. Com que no es van aprovar els pressupostos del 2026, el país es va veure obligat a prorrogar els del 2025.

## Activitat econòmica i inflació

L'any 2025, l'evolució de l'activitat econòmica global va estar condicionada per la incertesa generada per l'agenda comercial dels Estats Units i per la intensificació de les tensions geopolítiques. Malgrat tot, l'impacte directe dels nous aranzels va ser més moderat del previst gràcies a l'anticipació de fluxos comercials, la limitada resposta aranzelària de la resta del món, el dinamisme associat a la intel·ligència artificial i la resiliència del comerç entre economies emergents.

Els Estats Units van elevar l'aranzel efectiu per sobre del 10%, des de nivells inferiors al 2,5% l'any anterior. L'estructura aranzelària va combinar un aranzel base del 10% a escala global; aranzels del 15% amb la UE, el Japó i Corea del Sud, i aranzels entre el 20% i el 50% a la resta de països, encara que amb exempcions en determinats productes estratègics per als Estats Units. A més, els Estats Units van establir aranzels sectorials del 25% sobre el sector automoció (15% per a la UE), del 50% per a l'acer, l'alumini i el coure, i entre el 10% i el 20% per a la fusta i productes relacionats. Per acabar, es van obrir investigacions per a un potencial establiment d'aranzels sobre sectors com el de semiconductors o farmacèutic. Trump també va establir aranzels amb motivacions polítiques, com va ser el cas del Brasil o l'Índia.

En l'àmbit tecnològic, la confrontació entre els Estats Units i la Xina es va intensificar. Els Estats Units van imposar nous controls a l'exportació de xips més avançats a la Xina, i aquest país va amenaçar amb l'establiment de controls a l'exportació de minerals crítics. Tot i que les tensions es van reduir després de la treva assolida al novembre entre les dues potències, la confrontació estructural en l'àmbit tecnològic persisteix.

## L'augment dels aranzels per part dels Estats Units va tenir un impacte limitat sobre l'economia el 2025.

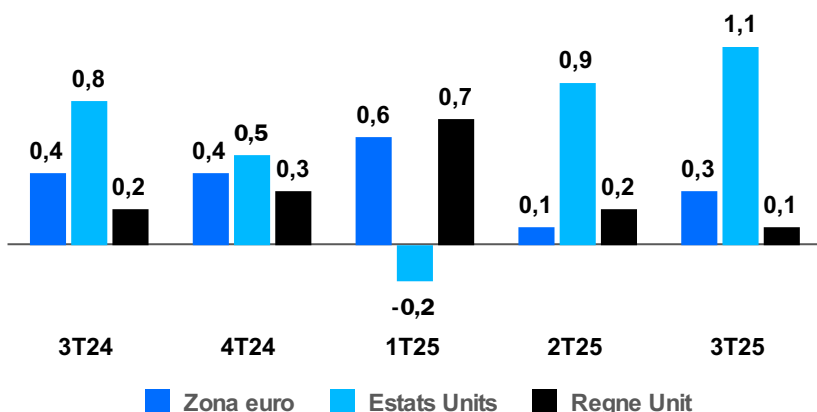
A la zona euro, l'elevada incertesa comercial va condicionar l'evolució del PIB. El primer trimestre va registrar un impuls excepcional a causa de l'avançament d'exportacions als Estats Units, seguit d'un creixement més moderat quan aquests fluxos es van normalitzar. Alemanya va destacar per l'aprovació d'un estímul fiscal significatiu que va recolzar el creixement i va permetre al país registrar la seva primera taxa positiva de creixement econòmic des del 2022.

Al Regne Unit, l'activitat va mostrar resiliència a la primera meitat de l'any. La caiguda dels tipus d'interès va dinamitzar el mercat immobiliari i el crèdit, encara que la situació fiscal va continuar sent un focus de preocupació. Als Estats Units, l'economia va mantenir un creixement sòlid gràcies al fort augment de la inversió vinculada a la intel·ligència artificial i a

un consum privat resistent, malgrat el gradual deteriorament del mercat laboral.

### Creixement del PIB de la zona euro, els Estats Units i el Regne Unit (variació trimestral en %).

Fonts: Eurostat, BEA i ONS.

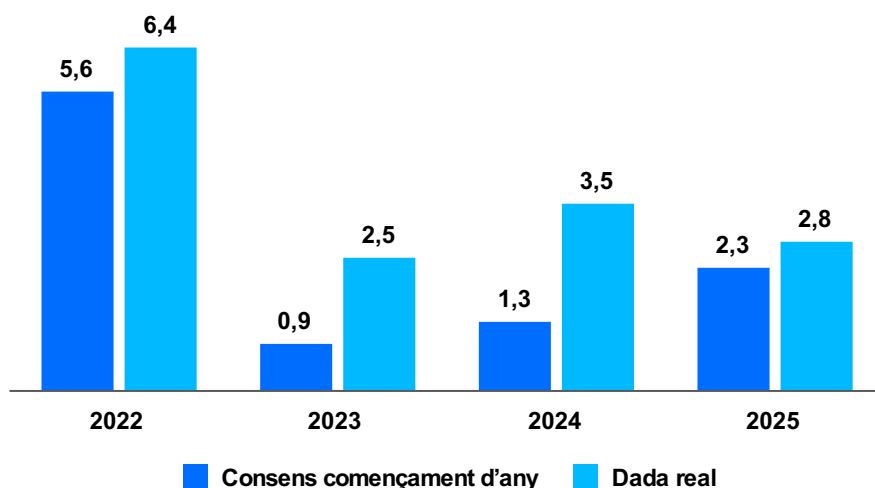


## El creixement de l'economia espanyola va tornar a sorprendre a l'alça.

L'economia espanyola es va tornar a comportar millor que la mitjana de la zona euro. El creixement a Espanya va estar impulsat per diversos factors, com els fluxos d'immigració, que, tot i moderar-se, van continuar sent un motiu d'impuls del creixement, així com els fons NGEU i la translació dels tipus d'interès inferiors a l'economia. Així, la demanda interna va mostrar un bon comportament, especialment en el consum privat i la inversió, tant en equip com en construcció. Malgrat que les exportacions es van veure afectades pels aranzels dels Estats Units, l'impacte va ser limitat pel baix pes relatiu d'aquest mercat. El mercat laboral va continuar mostrant fortalesa, amb la taxa d'atur situant-se en nivells mínims des del 2008, tot i que van sorgir senyals de tensió per escassetat de mà d'obra en sectors específics.

### Creixement del PIB d'Espanya vs. consens de principis d'any (variació anual en %).

Fonts: INE i Consensus Economics.

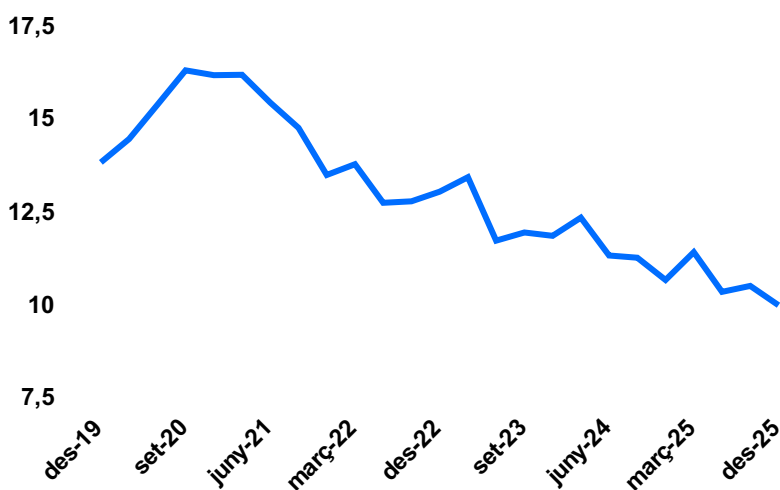


En termes fiscals, Espanya va rebre revisions a l'alça de la seva qualificació creditícia per part de les tres grans agències, en reconeixement a la millora dels comptes públics i a l'avenç en l'execució dels fons europeus.

En l'àmbit de la política econòmica d'Espanya, i més enllà del paquet d'ajuda aprovat per pal·liar els impactes dels aranzels dels Estats Units, va destacar l'aprovació a finals d'any d'una revisió, pactada amb la Comissió Europea, del Pla de recuperació. Aquesta modificació es va fer per facilitar els desemborsaments de transferències dels fons NGEU i confirmar que només es faria servir un 25% del total de préstecs disponibles, a causa del menor atractiu dels tipus d'interès comunitaris respecte al bo espanyol i l'ajustat límit temporal per gastar-los. Altres iniciatives de política econòmica com la quitació de deute autonòmic o la creació d'un sistema de finançament singular per a Catalunya gairebé no van avançar. A més, el Govern no va aconseguir aprovar els pressupostos generals de l'Estat per al 2026, encadenant tres anys consecutius sense uns nous comptes públics.

#### Taxa d'atur d'Espanya (%).

Font: INE.



A la Xina, l'activitat va mostrar resiliència, malgrat la feblesa persistent del sector immobiliari i el context de confrontació estratègica amb els Estats Units. Les exportacions van mantenir un exercici sòlid, compensant la caiguda de vendes als Estats Units amb més enviaments a altres regions. Les autoritats van impulsar mesures per reforçar el consum i combatre la deflació prolongada, fet que va ser rebut positivament pels mercats.

A Mèxic, l'activitat va continuar perdent tracció a causa de la política monetària restrictiva, la consolidació fiscal i la incertesa sobre les relacions amb els Estats Units, encara que l'impacte negatiu va ser inferior a l'esperat. Pel que fa a altres economies emergents, aquestes es van beneficiar de la fragmentació del comerç global, del dinamisme del sector tecnològic (especialment a Àsia) i d'unes condicions financeres més favorables.

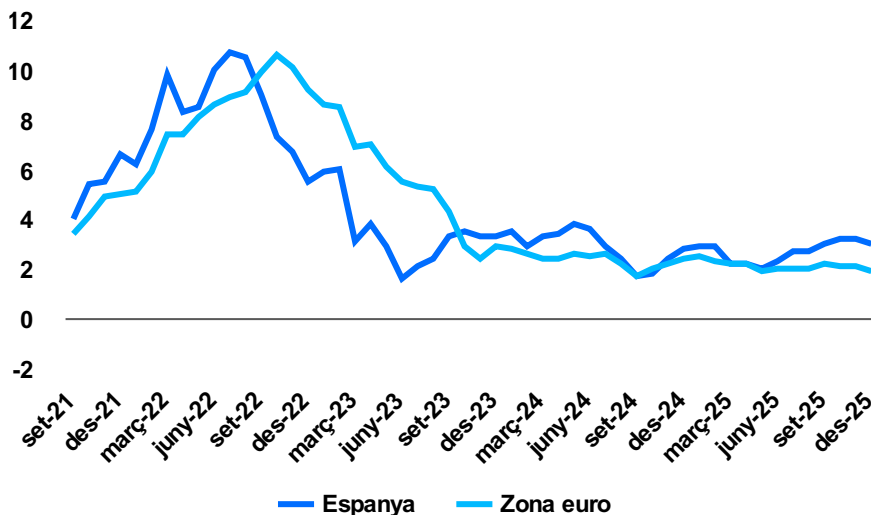
Respecte a la inflació global, aquesta va deixar de ser, en general, un focus de preocupació com ho havia estat en anys previs. Tot i que els nous aranzels van tenir cert impacte als Estats Units, les pressions inflacionistes es van mantenir contingudes en la majoria de les economies. A la zona euro, la inflació va convergir cap a l'objectiu del BCE, amb els serveis encara mostrant certa persistència a l'alça. Al Regne Unit, la inflació va repuntar lleugerament a causa de l'encariment dels serveis i dels aliments.

# La inflació va deixar de ser un focus de preocupació.

A Espanya, la inflació es va moderar respecte a l'any anterior, malgrat que els últims mesos va repuntar per efecte de l'energia i la resistència dels serveis lligats al turisme. El preu de l'habitatge es va tornar a accelerar a causa del desajust estructural entre oferta i demanda. Als Estats Units, la inflació es va mantenir per sobre de l'objectiu, amb una subjacent encara pressionada pels serveis i l'habitatge. A Mèxic, la inflació es va estabilitzar al voltant del 4%, en la part alta del rang objectiu del banc central, davant d'una certa persistència del component de serveis i esdeveniments puntuals relacionats amb el clima.

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

Font: Eurostat.



## Política monetària

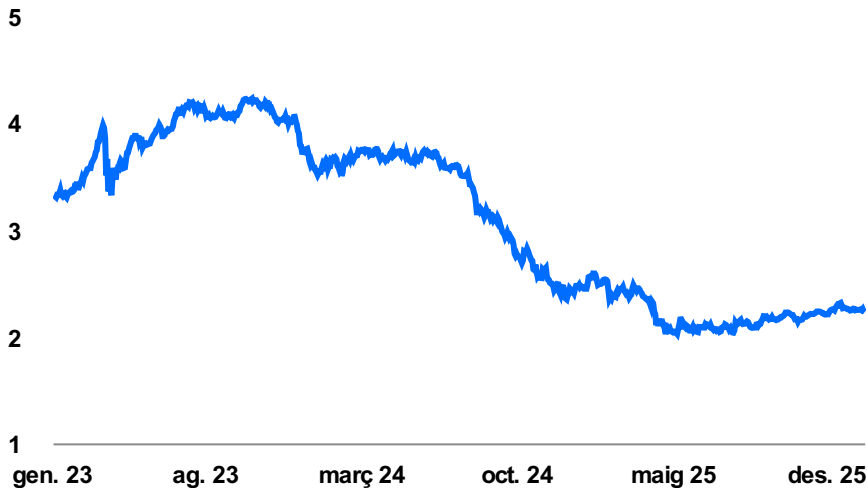
El 2025, els principals bancs centrals van actuar amb cautela davant l'elevada incertesa procedent de l'entorn global, caracteritzat per tensions geopolítiques, canvis en la política comercial i senyals mixtos en l'activitat econòmica.

# Els bancs centrals van retallar els tipus d'interès i van mostrar cautela per l'elevada incertesa del context global.

El BCE va retallar en total 100 punts bàsics el tipus de la facilitat marginal de dipòsit, i el va situar en el 2,00%. Amb això va donar per finalitzat el cicle de baixades, en un context en què la inflació va convergir de manera sostinguda cap al seu objectiu. Així mateix, el BCE va continuar reduint la mida del balanç en deixar de reinvertir els venciments de les tinençes d'actius.

## Euribor 12M (%).

Font: Refinitiv.



Als Estats Units, la Reserva Federal (Fed) va reduir el tipus objectiu dels Fed Funds en 75 punts bàsics, fins al rang 3,50-3,75%, després de mantenir-los estables durant la primera part de l'any. El deteriorament gradual del mercat laboral va ser determinant per reprendre les baixades. A més, la Fed va anunciar la finalització de la reducció del balanç a partir de l'1 de desembre del 2025, i va iniciar compres addicionals de deute a curt termini per assegurar un nivell adequat de reserves i el bon funcionament del mercat *repo*.

El Banc d'Anglaterra va continuar amb el cicle de retallades mitjançant quatre reduccions de 25 punts bàsics, i va situar el tipus rector en el 3,75%. La institució va insistir en la necessitat de mantenir una postura restrictiva durant un període prolongat per mitigar riscos inflacionistes, encara que les darreres decisions no van ser unànimes. En matèria de balanç, va anunciar una reducció de les seves tinences per valor de 70.000 milions de lliures el 2026.

Al Japó, el Banc del Japó va avançar en la normalització de la seva política monetària i va elevar els tipus en 50 punts bàsics, fins al 0,75%. Tot i això, va moderar el ritme de reducció de les compres de bons sobirans per evitar disfuncions en el mercat, especialment davant l'impacte de la guerra comercial sobre l'economia japonesa.

A Mèxic, el banc central va continuar amb el cicle de relaxació monetària, i va reduir els tipus en 300 punts bàsics en el conjunt de l'any fins a situar-los en el 7,00%, afavorit per un entorn d'inflació controlada i la fortalesa del peso mexicà.

Altres bancs centrals llatinoamericans van adoptar postures més prudentes davant la incertesa fiscal i política, mentre que el Brasil va perllongar el cicle de pujades davant la persistència de pressions inflacionistes. Per part seva, Turquia va revertir temporalment part de les seves retallades després d'un episodi de volatilitat financera, i va reprendre després les baixades, encara que la inflació es va mantenir en nivells molt elevats.

## Mercats financers

El 2025, els mercats financers van registrar un comportament positiu en conjunt, malgrat episodis d'elevada volatilitat associats a l'anomenat "Liberation Day" i a la incertesa derivada de l'entorn geopolític i comercial. Després de les correccions inicials, els actius de risc es van recuperar amb força, gràcies a l'impuls fiscal, la treva aranzelària, la resiliència econòmica, la solidesa dels beneficis empresarials i l'entusiasme al voltant de la intel·ligència artificial.

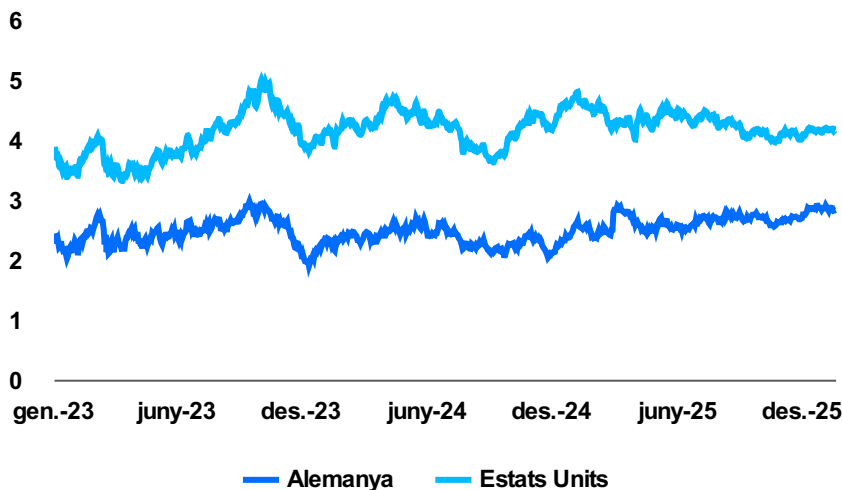
# Els mercats financers van mostrar un bon comportament el 2025, malgrat els episodis puntuals d'elevada volatilitat.

Els principals índexs borsaris van assolir màxims històrics o van registrar avenços significatius. L'Stoxx 600 es va revalorar un 17%, mentre que l'IBEX 35 va destacar amb un augment de prop del 49%, la pujada més gran entre els principals índexs europeus. Als Estats Units, els avenços també van ser notables, especialment en el sector tecnològic, en què l'S&P 500 es va revalorar un 16% i el Nasdaq 100 un 20%.

Als mercats de renda fixa, les rendibilitats a curt termini van retrocedir en la majoria de jurisdiccions, en línia amb la relaxació monetària. Tanmateix, els tipus a llarg termini es van mantenir elevats, amb certa divergència per regions. Als Estats Units, els tipus a llarg van descendir per les expectatives de baixades de tipus oficials, mentre que a Alemanya van augmentar en un context de més despesa fiscal.

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

Font: Refinitiv.



Al Japó, les rendibilitats van repuntar amb força a causa de les expectatives d'una política monetària més restrictiva i de l'arribada d'un nou lideratge polític caracteritzat per una orientació fiscal expansiva. A la perifèria europea, les primes de risc es van reduir gràcies a les revisions positives de les agències de qualificació, el bon exercici econòmic i l'avenç en el desplegament dels fons NGEU. Per la seva banda, la prima de risc de França, malgrat la reducció experimentada respecte al tancament del 2024, es va mantenir en uns nivells elevats, davant la important incertesa política, el mal to dels seus comptes públics i les accions negatives per part de les agències de *rating*.

El dòlar va experimentar una forta depreciació després del "Liberation Day", impulsada per una recalibració d'expectatives sobre la política monetària de la Fed i per la percepció de més risc polític als Estats Units. Posteriorment, la divisa es va estabilitzar i va tancar l'any al voltant d'1,17 dòlars per euro. La lliura esterlina es va depreciar davant l'euro, il·lustrada pel risc fiscal al Regne Unit.

### Dòlars per euro.

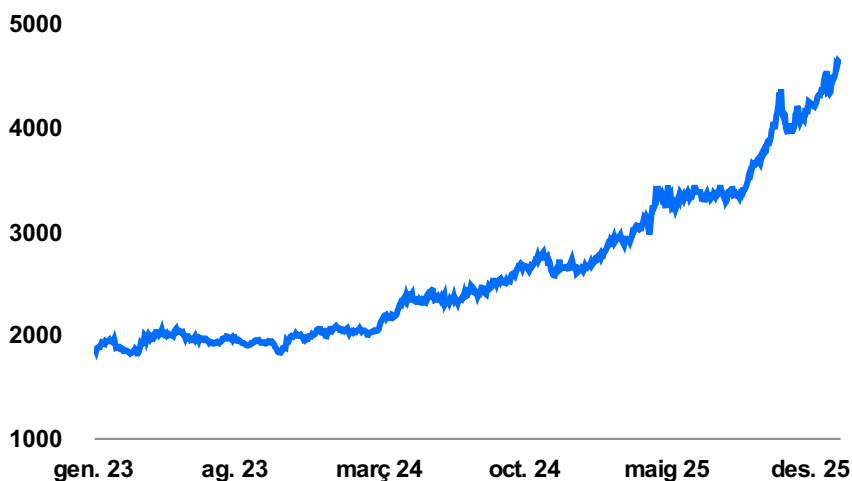
Font: Refinitiv.



Al mercat de matèries primeres, el preu del Brent va recular prop del 20%, a causa d'un excés d'oferta global, malgrat repunts puntuals vinculats a tensions geopolítiques. Els metalls preciosos es van beneficiar de l'augment de l'aversion al risc: l'or va registrar la revaloració més elevada des del 1979, amb un avenç del 65% i nous màxims històrics, impulsat per compres de bancs centrals i per les preocupacions fiscals internacionals.

### Preu de l'or (dòlars per unça).

Font: Refinitiv.



Els diferencials corporatius van tancar l'any en nivells històricament baixos tant en el segment *high yield* com en *investment grade*. Després del "Liberation Day", es van produir repunts significatius, però el mercat va recuperar ràpidament el to positiu. Tanmateix, la fallida de dues empreses del sector automobilístic amb finançament de *private credit* va generar inquietud puntual sobre la salut del sector i les interconnexions entre banca tradicional i financera no bancària.

Als mercats emergents, les primes de risc es van reduir al llarg de l'any gràcies a un entorn d'inflació continguda, economia resilient, divises amb un exercici favorable i més diversificació internacional de les carteres fora del dòlar. Tot i això, les primes sí que es van veure pressionades a l'alça puntualment, al voltant del "Liberation Day" o a causa de qüestions relacionades amb els riscos fiscals al Brasil i la incertesa política a Turquia. Per part seva, les rendibilitats del deute públic domèstic a llarg termini, en general, es van desplaçar a la baixa al llarg de l'any.

Els mercats de criptoactius van viure un impuls notable a causa del suport explícit de l'administració nord-americana. Els ETFs de criptoactius al comptat van registrar fortes entrades, i diverses empreses del sector van sortir a borsa amb revaloracions molt significatives. El bitcoin va assolir nous màxims temporals propers als 125.000 dòlars abans de corregir al novembre. La capitalització total del mercat va superar els 4 bilions de dòlars a l'octubre, el nivell més alt fins ara.



## 2.2 Entorn del sector financer

### Sector bancari

El 2025, el sector bancari global va estar marcat pels efectes derivats de l'agenda desreguladora dels Estats Units i per la rellevància creixent dels riscos geopolítics. Des de l'inici del mandat presidencial, es van impulsar mesures per reduir la mida i l'abast de les agències reguladores, cosa que va incloure reestructuracions, acomiadaments i més influència política sobre organismes supervisors. Aquestes decisions van anar acompanyades d'una relaxació normativa i d'incentius a la participació dels bancs en activitats amb criptoactius.

En l'àmbit regulador, les autoritats dels Estats Units van presentar propostes orientades a flexibilitzar el marc prudencial, amb l'objectiu d'adaptar-lo a la mida, el model de negoci i el perfil de risc de cada entitat. La implementació de Basilea III es va posposar fins al 2026. Paral·lelament, es va emfatitzar la recerca d'un equilibri entre innovació financera i estabilitat, encara que el mercat va interpretar aquestes mesures com un gir significatiu cap a la desregulació.

En contrast, la Unió Europea va mantenir una posició més prudent. El supervisor únic va presentar un paquet de simplificació reguladora, però sense desregular i garantint l'estabilitat financera i la solidesa del sector bancari. Les propostes incloïen ajustos en requeriments de capital i mesures específiques per a entitats petites, l'avaluació de les quals s'integrarà en l'informe del sector previst per al 2026.

## **La situació del sector bancari europeu va continuar millorant el 2025, amb els bancs espanyols destacant en positiu.**

El Regne Unit va mostrar més sintonia amb l'estratègia nord-americana. Les Leeds Reforms van introduir una flexibilització reguladora rellevant, de manera que van endarrerir part de la implementació de Basilea III fins al 2028 i van promoure incentius per canalitzar estalvi minorista cap als mercats financers. Aquestes mesures es van justificar com a necessàries per enfortir la competitivitat del sector financer britànic.

La supervisió europea va incorporar de manera explícita els riscos geopolítics. L'exercici d'estrès del 2025 va incloure un escenari advers caracteritzat per tensions geopolítiques, que interrompien el comerç, reduïen el creixement econòmic i afectaven el sector bancari. A més, es va anunciar un exercici temàtic per al 2026 centrat en riscos geopolítics dins del procés ICAAP. Els supervisors també van sol·licitar als bancs incrementar provisions davant d'un possible deteriorament derivat de la nova onada aranzelària.

El sector bancari europeu i espanyol va mostrar resiliència malgrat l'entorn desafiador. Els bancs espanyols van destacar per la seva rendibilitat, eficiència i qualitat del crèdit, tot i que van continuar presentant ràtios de capital CET1 per sota de la mitjana europea. No obstant això, la resta de mètriques de solvència i l'evolució positiva del negoci van donar suport a la seva posició comparativa.

Al la part final de l'any es va registrar un nou episodi de preocupació pels bancs regionals dels Estats Units, després que diversos afloressin exposició a dues empreses relacionades amb el sector de l'automoció que havien fet fallida i que estaven involucrades en casos de frau, Tricolor i First Brands. Les dues empreses, a més, tenien vincles amb el crèdit privat, cosa que va fer aflorar intranquil·litat sobre les interconnexions entre el sector bancari i el sector financer no bancari. Així mateix, grans bancs també van publicar exposició a aquestes empreses que havien fet fallida.

Al llarg de l'any, es van intensificar els processos de consolidació bancària als Estats Units i Europa. A Itàlia diversos intents d'adquisició van estar condicionats per la complexitat de l'estructura accionarial i per la intervenció del govern en operacions estratègiques. A Portugal i Grècia es van produir adquisicions rellevants per part d'entitats internacionals, mentre que a Alemanya van continuar avançant els moviments corporatius al voltant de bancs sistèmics, encara que sense resolucions definitives.

En paral·lel, alguns països van introduir noves mesures fiscals aplicables al sector. Itàlia va revisar el tractament dels crèdits fiscals utilitzats pels bancs, mentre que al Regne Unit es va debatre un augment dels impostos aplicats al sector, tot i que finalment no va ser inclòs al pressupost del país.

## Estabilitat financera i política macroprudencial

El 2025, els riscos per a l'estabilitat financera van augmentar de manera significativa en un context marcat per la incertesa geopolítica, les tensions comercials i l'elevada volatilitat dels mercats. Entre els principals focus de risc es van identificar la possibilitat d'ajustos desordenats en els preus dels actius, el potencial deteriorament del crèdit en sectors exposats a tensions geopolítiques, l'augment de la volatilitat en els mercats de deute sobirà i la fragilitat del sector financer no bancari, especialment en l'àmbit del crèdit privat. També es va subratllar la necessitat de monitorar nous riscos emergents, com els vinculats als criptoactius, les *stablecoins* en dòlars i l'increment de ciberatacs i informació falsa.

El sector financer no bancari, i en particular el mercat de *private credit*, va atreure especial preocupació durant l'any. Alguns episodis d'estrès i la fallida de diverses empreses amb finançament complex van posar de manifest les vulnerabilitats del sector, així com els riscos de contagi cap a la banca. En resposta, el Banc d'Anglaterra va anunciar la realització del primer exercici d'estrès que inclourà bancs, asseguradores, fons de crèdit privat i altres institucions no bancàries, amb resultats previstos per al 2026.

A Europa, la política macroprudencial va mantenir un to restrictiu. El Banc d'Espanya va elevar el coixí de capital contracíclic del 0,5% a l'1%, aplicable des de l'octubre del 2026. Segons la institució, els coixins voluntaris de capital de les entitats espanyoles permeten absorbir folgadamente aquesta pujada sense comprometre la capacitat de finançament. Així mateix, es va avançar en la preparació de mesures basades en el prestatari (*borrower-based measures*), seguint la tendència de la resta de països de la zona euro.

# Unió de l'estalvi i la inversió (SIU)

El 2025, la Comissió Europea va presentar la unió de l'estalvi i la inversió (SIU), una estratègia destinada a impulsar la integració financera dins de la Unió Europea i a reforçar tant la unió bancària com la unió dels mercats de capitals. El principal objectiu de la SIU és canalitzar l'estalvi europeu cap a inversions productives capaces de finançar els grans reptes estructurals del continent, com la transició climàtica, la transformació tecnològica i les necessitats derivades d'un entorn geopolític més exigent. Segons l'informe Letta, la Unió Europea necessitarà entre 750.000 i 800.000 milions d'euros anuals fins al 2030 per finançar aquestes prioritats.

Al llarg de l'any, es van presentar diverses iniciatives per augmentar la participació dels inversors minoristes en els mercats de capitals, rellançar el mercat de titulitzacions i donar suport al paper dels inversors institucionals en el finançament de l'economia europea. Entre elles van destacar la creació d'un compte d'estalvi amb incentius fiscals, el llançament d'una nova etiqueta per a productes financers centrats en inversions europees i la reducció de les ponderacions per risc aplicades a determinades exposicions de renda variable dels bancs.

La SIU també preveu atorgar més poders a l'Autoritat Europea del Mercat de Valors (ESMA) per supervisar entitats significatives que operen en els mercats i la transformació de determinades directives en reglaments per simplificar la regulació i reduir la fragmentació. Tant el Banc Central Europeu com diversos governs nacionals van donar suport públicament a aquesta agenda, destacant la necessitat d'una integració financera més gran per garantir l'autonomia estratègica d'Europa i la seva competitivitat global.

## Reptes per al sector bancari

El 2025, el sector bancari es va enfrontar a un canvi rellevant en l'agenda de sostenibilitat, condicionat per la retirada dels Estats Units dels principals acords climàtics i per la desvinculació dels seus supervisors de la Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS). Aquest gir va provocar un efecte dòmino en bancs i gestores d'actius d'altres jurisdiccions, debilitant aliances climàtiques globals com la Net-Zero Banking Alliance, que es va acabar transformant en un marc no vinculant de recomanacions.

La desregulació climàtica nord-americana va accelerar a Europa la revisió del marc ASG, impulsant la proposta Omnibus I, orientada a simplificar les obligacions d'informació de les empreses, especialment per a pimes. Tot i que aquest canvi volia reduir càrregues administratives, diverses associacions bancàries van assenyalar que la menor disponibilitat de dades podria dificultar l'anàlisi de riscos i elevar els costos.

Durant l'any es va observar un augment del fenomen conegut com a *greenhushing*, pel qual algunes empreses van optar per ometre referències explícites a la sostenibilitat en les comunicacions per reduir riscos reputacionals i de litigiositat, malgrat mantenir iniciatives alineades amb la transició climàtica.

Els supervisors globals, incloent-hi el BCE, van avançar en el desenvolupament de marcs per integrar els riscos climàtics en valoracions d'actius financers. El BCE va anunciar la introducció d'un factor climàtic a partir del 2026, que reduirà el valor reconegut d'actius emesos per companyies intenses en carboni quan s'utilitzin com a col·lateral en operacions de liquiditat.

La digitalització va continuar accelerant-se, especialment al voltant de la tokenització, els criptoactius i la intel·ligència artificial. Als Estats Units, l'Administració va promoure un marc regulador favorable al desenvolupament de mercats de criptoactius, incloent-hi l'aprovació de la "Genius Act" per regular les *stablecoins*, a més de la relaxació supervisora i la retirada de restriccions prèvies. Aquestes iniciatives es van plantejar com una estratègia per preservar l'hegemonia del dòlar com a divisa de reserva al sistema financer digital, en un context en què s'havia descartat l'emissió d'una divisa digital per part de la Reserva Federal. Tot plegat va suposar un canvi molt significatiu de tendència respecte als mercats de criptomonedes, amb un enfocament molt més favorable i facilitador cap a aquestes activitats.

A Europa, en l'àmbit regulador de la digitalització, la implementació gradual de MiCA va avançar, encara que alguns països van ampliar els períodes transitoris. El fort creixement de les *stablecoins* en dòlars i el seu potencial ús estès en pagaments dins de la UE van generar debat sobre la necessitat de revisar certs elements de MiCA per mitigar riscos per a l'estabilitat financera. La Junta Europea de Risc Sistèmic va advertir de la possible exposició sistèmica derivada de *stablecoins* emeses conjuntament per entitats europees i extracomunitàries.

Els avenços cap a divises digitals de bancs centrals van seguir el seu curs. El projecte d'euro digital va completar la fase de preparació, de cara a un marc regulador el 2026, proves pilot el 2027 i potencial emissió el 2029. En paral·lel, es va estudiar una infraestructura complementària basada en la interconnexió de sistemes de pagaments instantanis (*landing zone*). Per la seva banda, la Xina també va mostrar una mica més d'obertura respecte a les *stablecoins* i podria aprofitar l'impuls regulador de Hong Kong a les *stablecoins* i a altres iniciatives d'actius digitals per adoptar un enfocament una mica més flexible davant l'amenaça que representa el potencial auge de les *stablecoins* en dòlars. El Regne Unit va continuar treballant en una potencial lliura digital, però amb més lentitud i més dubtes sobre si aquest projecte acabarà sent necessari. Els Estats Units van iniciar els tràmits d'una llei per prohibir el dòlar digital, responenent a una ordre executiva de Trump que prohibia a la Fed emetre'l.

Finalment, es van intensificar les iniciatives per aconseguir la interoperabilitat entre divises digitals i dipòsits tokenitzats, destacant el projecte Agorà del BIS i projectes similars promoguts per països BRICS (Brasil, Rússia, Índia i Xina). Aquests avenços reflecteixen la transició cap a un sistema financer més digital, interconnectat i amb nous models de risc que els bancs hauran d'integrar a les seves estratègies futures.

## 2.3 Visió 2026

El 2026 s'espera més materialització dels efectes derivats de l'agenda econòmica de l'Administració Trump. Això no obstant, aquests impactes no haurien de generar disrupcions econòmiques o financeres de caràcter greu. El creixement mundial tendirà a mostrar un comportament més equilibrat, amb una Unió Europea i la Xina capaces d'activar palanques internes que impulsin la demanda domèstica i compensin bona part dels efectes de la política econòmica dels Estats Units. Per part seva, el creixement dels Estats Units es moderarà com a conseqüència de la imposició d'aranzels i de les restriccions migratòries. A Mèxic, l'activitat econòmica es podria recuperar gradualment després de la renegociació amb èxit del tractat comercial T-MEC.

En l'àmbit geopolític, es preveu que els conflictes actuals persisteixin, però sense escalar ni generar conseqüències econòmiques de gran abast. A Ucraïna, el conflicte seguiria sense una resolució definitiva, encara que sense un augment de la pressió russa sobre l'OTAN. Al Pròxim Orient, la confrontació entre Israel i l'Iran no s'hauria de traduir en interrupcions rellevants en els fluxos de petroli i gas. En matèria comercial, el nivell d'aranzels imposat pels Estats Units seria assumible per a la resta de països, que en podrien absorbir els efectes, si bé no es preveu un equilibri estable i durador en les relacions comercials internacionals.

Pel que fa a la inflació, s'estima que la inflació general es mantingui propera als objectius dels bancs centrals, excepte en el cas dels Estats Units, en què es podria situar en nivells una mica més elevats a curt termini. Després del xoc aranzelari, la inflació es podria mantenir al voltant del 2% a la zona euro, afavorida per la fortalesa de l'euro i l'absència de mesures de represàlia. En general, la inflació seguirà mostrant un comportament volàtil i erràtic a causa de diversos xocs d'oferta (aranzels, reconfiguració de cadenes de producció, desviament de fluxos comercials, tensions geopolítiques i fenòmens climàtics adversos).

Tot i que la qüestió comercial serà una de les fonts d'incertesa principals, és previsible que l'atenció també se centri en l'àmbit fiscal. En aquest sentit, els Estats Units representen un focus de preocupació degut al deteriorament dels seus comptes públics i a l'aprovació d'un nou paquet d'estímul fiscal. A Europa, els riscos fiscals continuaran concentrant-se al Regne Unit, França i Itàlia, en un context en què els mercats hauran d'absorbir la major oferta de deute públic associat al gir fiscal a Alemanya.

Respecte a la política monetària, el més probable és que els bancs centrals mantinguin els tipus d'interès en nivells propers a la neutralitat. Als Estats Units, s'anticipa que la Reserva Federal conservarà la seva independència malgrat la pressió política i el relleu de Powell previst per al 2026. Aquest escenari, unit a les tensions inflacionistes derivades del conflicte aranzelari, limitarà el marge per a les retallades de tipus. A Europa, el BCE mantindria el tipus de dipòsit en els nivells actuals durant diversos anys, en un context de desacceleració de l'activitat per l'increment aranzelari, l'apreciació de l'euro i l'excés de capacitat productiva a la Xina.

Als mercats financers, es preveu que les rendibilitats del deute públic a llarg termini es mantinguin en nivells relativament elevats, impulsades per una major prima a termini vinculada a la volatilitat de creixement i inflació i per les elevades necessitats de finançament dels sobirans. Les primes de risc del deute perifèric europeu es mantindrien contingudes i alineades amb les seves qualificacions creditícies. En el mercat de divises, s'anticipa una depreciació del dòlar respecte de l'euro,

en línia amb l'evolució dels diferencials de tipus a curt termini i amb una prima d'incertesa més elevada associada a la política econòmica nord-americana.

A Espanya, el creixement econòmic estarà sustentat per la dinàmica poblacional, els fons NGEU i uns tipus d'interès reduïts. El país es troba en una posició comparativament favorable dins del context global: (i) les seves limitades relacions comercials amb els Estats Units redueixen la sensibilitat als aranzels; (ii) Espanya no se situa entre els països més exposats a riscos fiscals, i (iii) la sòlida posició financera de famílies i empreses actua com a element de protecció davant de tensions potencials. Així, l'economia mantindria un creixement superior al de la zona euro i s'aproparia progressivament a taxes més compatibles amb el seu potencial.

En l'entorn financer, el sector bancari mostra robustesa i resiliència. La guerra comercial tindria un impacte limitat sobre la morositat dels sectors representats en el balanç. A la Unió Europea, els bancs parteixen d'una posició sòlida, que previsiblement s'allargarà gràcies al manteniment de nivells elevats de rendibilitat i capital. En l'àmbit regulador, s'espera l'entrada en vigor de noves fases de Basilea III segons el calendari previst, mentre que els avenços en la integració europea es concentraran en les iniciatives vinculades a la unió de l'estalvi i la inversió.

