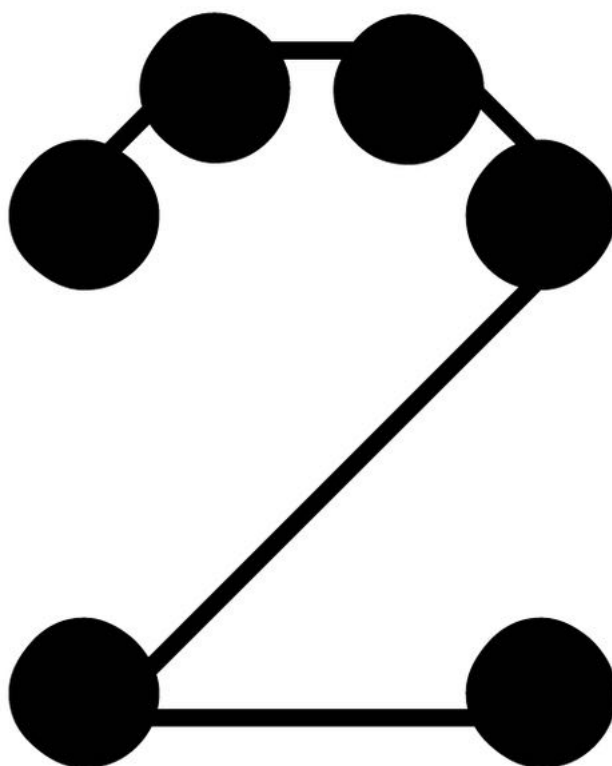


Entorno económico, sectorial y regulatorio



62	Entorno económico, sectorial y regulatorio
72	Entorno del sector financiero
76	Visión 2026

Entorno económico, sectorial y regulatorio

2.1 Entorno económico y financiero

La agenda de la Administración Trump ha condicionado los principales acontecimientos en el entorno económico y financiero de 2025.

En 2025, la agenda económica y regulatoria de la Administración estadounidense condicionó de forma notable el entorno global. En el ámbito comercial, Estados Unidos elevó de manera significativa el arancel efectivo aplicado al resto del mundo. La presión arancelaria se moderó parcialmente tras la firma de acuerdos bilaterales con diversas regiones.

En el plano institucional, las decisiones adoptadas por Estados Unidos apuntaron a una reconfiguración de las reglas de juego, con una mayor injerencia del Ejecutivo en organismos tradicionalmente independientes y, hacia el exterior, menor respaldo a acuerdos e instituciones multilaterales.

En los mercados financieros, este marco llegó a provocar episodios puntuales de duda sobre el papel de la deuda pública estadounidense como activo refugio y del dólar como principal moneda de reserva. Al mismo tiempo, la sostenibilidad de las cuentas públicas se mantuvo como foco de preocupación, no solo en Estados Unidos, sino también en algunas economías europeas, como Francia.

En el frente geopolítico persistió la inestabilidad, con los conflictos de Ucrania y Oriente Próximo sin una solución a la vista. Por otra parte, la publicación de la nueva Estrategia de Seguridad Nacional de Estados Unidos en diciembre puso de manifiesto la voluntad del país de reforzar su influencia en el hemisferio occidental.

Pese a este telón de fondo, la actividad económica y los mercados demostraron una notable resiliencia. Contribuyeron a ello el impulso asociado al despliegue de la inteligencia artificial, la expectativa de recortes de tipos de interés y la solidez de los beneficios empresariales, factores que también sostuvieron el buen comportamiento de los activos de riesgo.

La economía española mantuvo un crecimiento vigoroso, del 2,8% anual, claramente por encima de la zona del euro. Este desempeño se vio favorecido por el dinamismo demográfico, la baja exposición a los aranceles estadounidenses, el avance en la ejecución de los fondos NGEU y la transmisión de unos tipos de interés más bajos a hogares y empresas.

Entorno político y geopolítico

La inestabilidad geopolítica continuó aumentando en 2025, aunque su impacto directo sobre la actividad económica y los mercados financieros fue limitado. Los principales focos de tensión se concentraron en Oriente Próximo, Ucrania y las relaciones entre China y Taiwán, mientras que Estados Unidos intensificó su influencia en el hemisferio occidental.

En Oriente Próximo, Israel llevó a cabo ataques directos y generalizados contra instalaciones nucleares en Irán con apoyo estadounidense. El episodio provocó un repunte inicial en el precio del petróleo, que se corrigió rápidamente tras constatarse la respuesta moderada de Irán. Este conflicto, unido al debilitamiento de milicias pro iraníes en la región, redujo la influencia geopolítica de Irán. Mientras, Israel continuó atacando Gaza y avanzó en la ocupación militar de la Franja, así como en un mayor control sobre Cisjordania. Aunque Trump acordó con el primer ministro de Israel un plan de paz para Gaza, este se implementó de forma muy incipiente, sin un alto el fuego definitivo y sin acuerdos con Hamás. Las ganancias que Israel consiguió a nivel regional pusieron en alerta a los estados del Golfo Pérsico, sobre todo por las dudas respecto a que Estados Unidos siga siendo un garante de seguridad para todos ellos. En este contexto, Arabia Saudí firmó un acuerdo de seguridad con Pakistán, potencia nuclear, como medida preventiva.

La inestabilidad geopolítica persistió en 2025, con los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo sin visos de resolverse.

En Ucrania, la Administración estadounidense no logró avances significativos para poner fin al conflicto. Rusia intensificó sus ataques hasta niveles no vistos desde el inicio de la guerra, mientras Ucrania aumentó su capacidad para dañar infraestructuras críticas rusas. Las dificultades de Rusia para avanzar en el frente y el desgaste económico acentuaron el uso de tácticas híbridas, incluidos ciberataques e intrusiones aéreas con drones en Europa, lo que elevó el riesgo para la seguridad europea y de la OTAN.

Como respuesta, la OTAN acordó elevar su objetivo de gasto en defensa del 2% al 5% del PIB en un horizonte de diez años. La Unión Europea, por su parte, avanzó en la definición de una estrategia de defensa común que facilite la financiación e implementación de inversiones estratégicas. Estados Unidos impuso nuevas sanciones al sector energético ruso y aplicó aranceles adicionales a India por su papel como comprador relevante de petróleo ruso.

Más allá de estos conflictos, persistió la tensión entre China y Taiwán, con ejercicios militares recurrentes alrededor de la isla y medidas de presión económica. A finales de año, la Administración estadounidense también inició acciones militares en Venezuela bajo el argumento de combatir el narcotráfico.

En materia de política interna, Estados Unidos adoptó medidas que generaron preocupación sobre la calidad institucional y la separación de poderes, afectando a universidades, medios de comunicación y al sistema judicial. Asimismo, se desplegaron fuerzas militares en ciudades gobernadas por demócratas para contener protestas vinculadas a políticas migratorias y cuestiones de seguridad. A nivel externo, la agenda de la Administración Trump puso foco en reducir su contribución en acuerdos internacionales o en programas de ayuda al desarrollo.

En Europa, se consiguió avanzar de forma decidida en cuestiones estratégicas como las relacionadas con defensa, lo que redujo las dudas

respecto al impacto de gobiernos de derecha más conservadora como el italiano, que incluso pudo contribuir en cierto modo a tender puentes con Estados Unidos. Pese al auge de partidos de extrema derecha en intención de voto, no se produjeron cambios de gobierno en Alemania o Francia. Alemania celebró elecciones anticipadas que devolvieron a los conservadores al poder en coalición con los socialdemócratas, mientras que Francia continuó con un parlamento fragmentado y dificultades para aprobar reformas estructurales. Tras no aprobarse los presupuestos de 2026, el país se vio obligado a prorrogar los de 2025.

Actividad económica e inflación

En 2025, la evolución de la actividad económica global estuvo condicionada por la incertidumbre generada por la agenda comercial de Estados Unidos y por la intensificación de las tensiones geopolíticas. Aun así, el impacto directo de los nuevos aranceles fue más moderado de lo previsto gracias a la anticipación de flujos comerciales, la limitada respuesta arancelaria del resto del mundo, el dinamismo asociado a la inteligencia artificial y la resiliencia del comercio entre economías emergentes.

Estados Unidos elevó el arancel efectivo por encima del 10%, desde niveles inferiores al 2,5% el año anterior. La estructura arancelaria combinó un arancel base del 10% a escala global, aranceles del 15% con la UE, Japón y Corea del Sur, y aranceles entre el 20% y el 50% al resto de países, aunque con exenciones en determinados productos estratégicos para Estados Unidos. Además, Estados Unidos estableció aranceles sectoriales del 25% sobre el sector automoción (15% para la UE), del 50% para el acero, aluminio y cobre, y de entre el 10-20% para la madera y productos relacionados. Por último, se abrieron investigaciones para un potencial establecimiento de aranceles sobre sectores como el de semiconductores o farmacéutico. Trump también estableció aranceles con motivaciones políticas, como fue el caso de Brasil o India.

En el ámbito tecnológico, la confrontación entre Estados Unidos y China se intensificó. Estados Unidos impuso nuevos controles a la exportación de chips más avanzados a China y este país amenazó con el establecimiento de controles a la exportación de minerales críticos. Aunque las tensiones se redujeron tras la tregua alcanzada en noviembre entre ambas potencias, la confrontación estructural en el ámbito tecnológico persiste.

El aumento de aranceles por parte de Estados Unidos tuvo un impacto limitado sobre la economía en 2025.

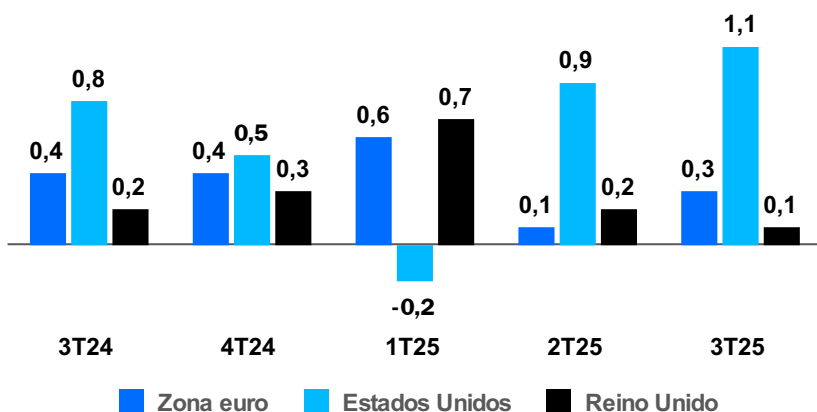
En la zona del euro, la elevada incertidumbre comercial condicionó la evolución del PIB. El primer trimestre registró un impulso excepcional debido al adelanto de exportaciones a Estados Unidos, seguido de un crecimiento más moderado cuando estos flujos se normalizaron. Alemania destacó por la aprobación de un estímulo fiscal significativo que apoyó el crecimiento, permitiendo al país registrar su primera tasa positiva de crecimiento económico desde 2022.

En Reino Unido, la actividad mostró resiliencia en la primera mitad del año. La caída de los tipos de interés dinamizó el mercado inmobiliario y el crédito, aunque la situación fiscal siguió siendo un foco de preocupación. En Estados Unidos, la economía mantuvo un crecimiento sólido gracias al

fuerte aumento de la inversión vinculada a la inteligencia artificial y a un consumo privado resistente, pese al deterioro gradual del mercado laboral.

Crecimiento del PIB de la zona euro, Estados Unidos y Reino Unido (variación trimestral en %).

Fuentes: Eurostat, BEA y ONS.

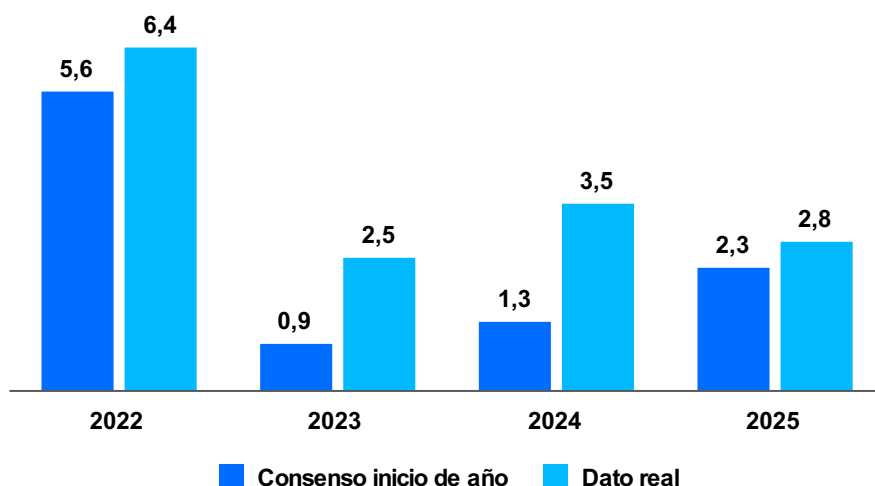


El crecimiento de la economía española volvió a sorprender al alza.

La economía española volvió a comportarse mejor que la media de la zona del euro. El crecimiento en España se vio respaldado por varios factores, como los flujos de inmigración, que, aunque se moderaron, continuaron siendo un motivo de impulso del crecimiento, así como los fondos NGEU y la traslación de los menores tipos de interés a la economía. Así, la demanda interna mostró un buen comportamiento, especialmente en el consumo privado y en la inversión, tanto en equipo como en construcción. Aunque las exportaciones se vieron afectadas por los aranceles estadounidenses, el impacto fue limitado por el bajo peso relativo de este mercado. El mercado laboral continuó mostrando fortaleza, con la tasa de paro situándose en niveles mínimos desde 2008, aunque surgieron señales de tensión por escasez de mano de obra en sectores específicos.

Crecimiento del PIB de España vs. consenso de principios de año (variación anual en %).

Fuentes: INE y Consensus Economics.

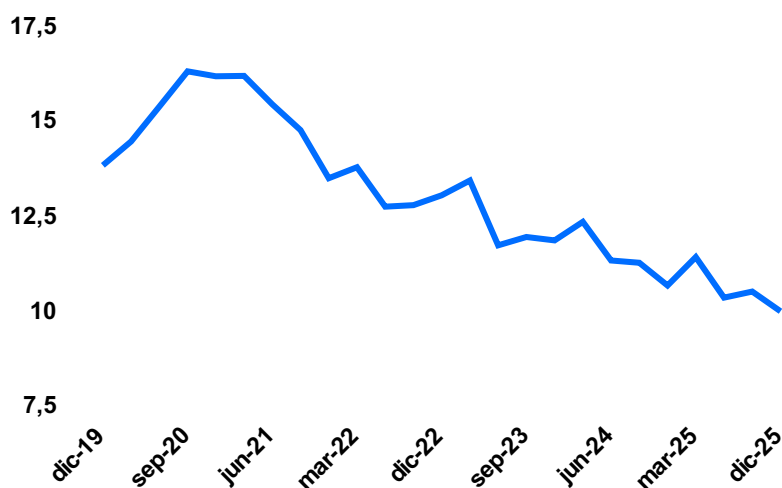


En términos fiscales, España recibió revisiones al alza de su calificación crediticia por parte de las tres grandes agencias, en reconocimiento a la mejora de sus cuentas públicas y al avance en la ejecución de los fondos europeos.

En el ámbito de la política económica de España, y más allá del paquete de ayuda aprobado para paliar los impactos de los aranceles de Estados Unidos, destacó la aprobación a finales de año de una revisión, pactada con la Comisión Europea, del Plan de Recuperación. Esta modificación se hizo para facilitar los desembolsos de transferencias de los fondos NGEU y confirmar que solo se usarían un 25% del total de préstamos disponibles, debido al menor atractivo de los tipos de interés comunitarios respecto al bono español y el ajustado límite temporal para gastarlos. Otras iniciativas de política económica como la quita de deuda autonómica o la creación de un sistema de financiación singular para Cataluña apenas avanzaron. Además, el Gobierno no logró aprobar los Presupuestos Generales del Estado para 2026, encadenando tres años consecutivos sin unas nuevas cuentas públicas.

Tasa de paro de España (%).

Fuente: INE.



En China, la actividad mostró resiliencia pese a la debilidad persistente del sector inmobiliario y al contexto de confrontación estratégica con Estados Unidos. Las exportaciones mantuvieron un desempeño sólido, compensando la caída de ventas a Estados Unidos con mayores envíos a otras regiones. Las autoridades impulsaron medidas para reforzar el consumo y combatir la deflación prolongada, lo que fue recibido positivamente por los mercados.

En México, la actividad continuó perdiendo tracción debido a la política monetaria restrictiva, la consolidación fiscal y la incertidumbre sobre las relaciones con Estados Unidos, aunque el impacto negativo fue menor del esperado. Respecto a otras economías emergentes, estas se beneficiaron de la fragmentación del comercio global, del dinamismo del sector tecnológico (especialmente en Asia) y de unas condiciones financieras más favorables.

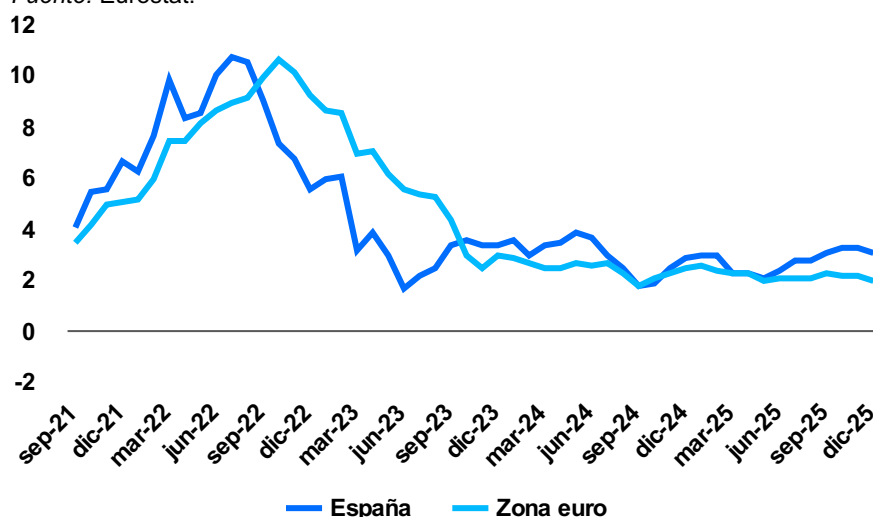
En lo referente a la inflación global, esta dejó de ser, en general, un foco de preocupación como lo había sido en años previos. Aunque los nuevos aranceles tuvieron cierto impacto en Estados Unidos, las presiones inflacionistas se mantuvieron contenidas en la mayoría de las economías. En la zona del euro, la inflación convergió hacia el objetivo del BCE, con los servicios aún mostrando cierta persistencia al alza. En Reino Unido, la inflación repuntó ligeramente debido al encarecimiento de los servicios y de los alimentos.

La inflación dejó de ser un foco de preocupación.

En España, la inflación se moderó respecto al año anterior, aunque repuntó en los últimos meses por efecto de la energía y la resistencia de los servicios ligados al turismo. El precio de la vivienda volvió a acelerarse debido al desajuste estructural entre oferta y demanda. En Estados Unidos, la inflación permaneció por encima del objetivo, con una subyacente aún presionada por los servicios y la vivienda. En México, la inflación se estabilizó alrededor del 4%, en la parte alta del rango objetivo del banco central, ante cierta persistencia del componente de servicios y eventos puntuales relacionados con el clima.

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

Fuente: Eurostat.



Política monetaria

En 2025, los principales bancos centrales actuaron con cautela ante la elevada incertidumbre procedente del entorno global, caracterizado por tensiones geopolíticas, cambios en la política comercial y señales mixtas en la actividad económica.

Los bancos centrales recortaron los tipos de interés, mostrando cautela por la elevada incertidumbre del contexto global.

El BCE recortó en total 100 puntos básicos el tipo de la facilidad marginal de depósito, situándolo en el 2,00%. Con ello dio por finalizado el ciclo de bajadas, en un contexto en el que la inflación convergió de forma sostenida hacia su objetivo. Asimismo, el BCE continuó reduciendo el tamaño de su balance al dejar de reinvertir los vencimientos de sus tenencias de activos.

Euribor 12M (%).

Fuente: Refinitiv.



En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) redujo el tipo objetivo de los Fed Funds en 75 puntos básicos, hasta el rango 3,50 – 3,75%, después de mantenerlos estables durante la primera parte del año. El deterioro gradual del mercado laboral fue determinante para retomar las bajadas. Además, la Fed anunció la finalización de la reducción de su balance a partir del 1 de diciembre de 2025 e inició compras adicionales de deuda a corto plazo para asegurar un nivel adecuado de reservas y el buen funcionamiento del mercado *repo*.

El Banco de Inglaterra continuó con su ciclo de recortes mediante cuatro reducciones de 25 puntos básicos, situando el tipo rector en el 3,75%. La institución insistió en la necesidad de mantener una postura restrictiva durante un periodo prolongado para mitigar riesgos inflacionistas, aunque las últimas decisiones no fueron unánimes. En materia de balance, anunció una reducción de sus tenencias por valor de 70.000 millones de libras en 2026.

En Japón, el Banco de Japón avanzó en la normalización de su política monetaria y elevó los tipos en 50 puntos básicos, hasta el 0,75%. No obstante, moderó el ritmo de reducción de sus compras de bonos soberanos para evitar disfunciones en el mercado, especialmente ante el impacto de la guerra comercial sobre la economía japonesa.

En México, el banco central continuó con el ciclo de relajación monetaria, reduciendo los tipos en 300 puntos básicos en el conjunto del año hasta situarlos en el 7,00%, apoyado en un entorno de inflación controlada y en la fortaleza del peso mexicano.

Otros bancos centrales latinoamericanos adoptaron posturas más prudentes ante la incertidumbre fiscal y política, mientras que Brasil prolongó su ciclo de subidas ante la persistencia de presiones inflacionistas. Por su parte, Turquía revirtió temporalmente parte de sus recortes tras un episodio de volatilidad financiera, retomando después las bajadas a pesar de que la inflación permaneció en niveles muy elevados.

Mercados financieros

En 2025, los mercados financieros registraron un comportamiento positivo en conjunto, pese a episodios de elevada volatilidad asociados al denominado “Liberation Day” y a la incertidumbre derivada del entorno geopolítico y comercial. Tras las correcciones iniciales, los activos de riesgo se recuperaron con fuerza, apoyados en el impulso fiscal, la tregua arancelaria, la resiliencia económica, la solidez de los beneficios empresariales y el entusiasmo alrededor de la inteligencia artificial.

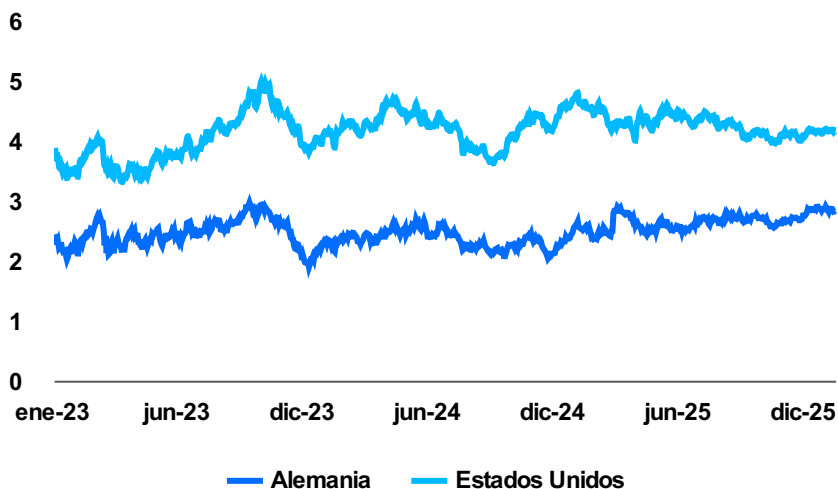
Los mercados financieros mostraron un buen comportamiento en 2025, a pesar de episodios puntuales de elevada volatilidad.

Los principales índices bursátiles alcanzaron máximos históricos o registraron avances significativos. El Stoxx 600 se revalorizó un 17%, mientras que el IBEX 35 destacó con un aumento cercano al 49%, la mayor subida entre los principales índices europeos. En Estados Unidos, los avances fueron también notables, especialmente en el sector tecnológico, donde el S&P 500 se revalorizó un 16% y el Nasdaq 100 un 20%.

En los mercados de renta fija, las rentabilidades a corto plazo retrocedieron en la mayoría de jurisdicciones en línea con la relajación monetaria. Sin embargo, los tipos a largo plazo se mantuvieron elevados, con cierta divergencia por regiones. En Estados Unidos, los tipos a largo descendieron por las expectativas de bajadas de tipos oficiales, mientras que en Alemania aumentaron en un contexto de mayor gasto fiscal.

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

Fuente: Refinitiv.

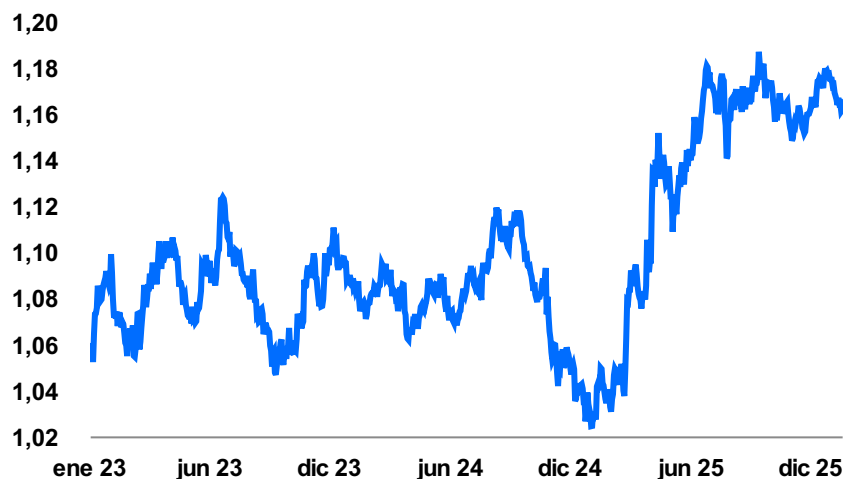


En Japón, las rentabilidades repuntaron con fuerza debido a las expectativas de una política monetaria más restrictiva y a la llegada de un nuevo liderazgo político caracterizado por una orientación fiscal expansiva. En la periferia europea, las primas de riesgo se redujeron gracias a las revisiones positivas de las agencias de calificación, el buen desempeño económico y el avance en el despliegue de los fondos NGEU. Por su parte, la prima de riesgo de Francia, a pesar de la reducción experimentada con respecto al cierre de 2024, se mantuvo en unos niveles elevados, ante la importante incertidumbre política, el mal tono de sus cuentas públicas y las acciones negativas por parte de las agencias de *rating*.

El dólar experimentó una fuerte depreciación tras el “Liberation Day”, impulsada por una recalibración de expectativas sobre la política monetaria de la Fed y por la percepción de mayor riesgo político en Estados Unidos. Posteriormente, la divisa se estabilizó, cerrando el año en torno a 1,17 dólares por euro. La libra esterlina se depreció frente al euro, lastrada por el riesgo fiscal en Reino Unido.

Dólares por euro.

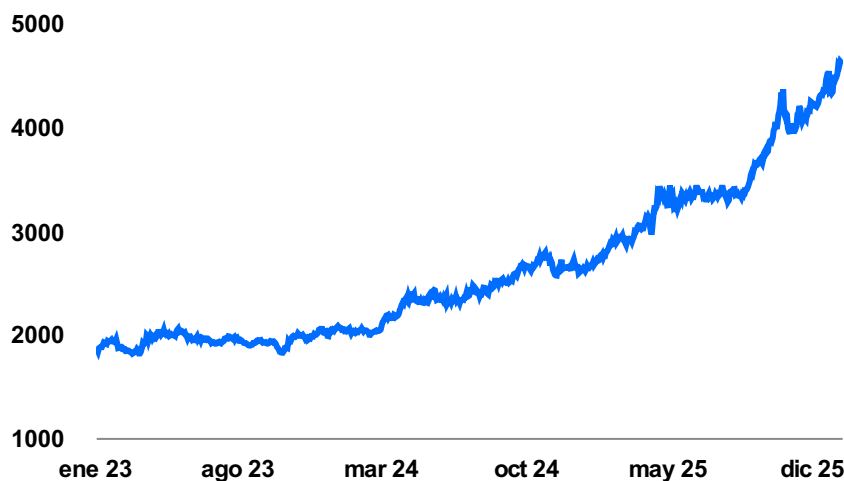
Fuente: Refinitiv.



En el mercado de materias primas, el precio del Brent retrocedió cerca del 20%, debido a un exceso de oferta global, pese a repuntes puntuales vinculados a tensiones geopolíticas. Los metales preciosos se beneficiaron del aumento de la aversión al riesgo: el oro registró su mayor revalorización desde 1979, con un avance del 65% y nuevos máximos históricos, impulsado por compras de bancos centrales y por las preocupaciones fiscales internacionales.

Precio del oro (dólares por onza).

Fuente: Refinitiv.



Los diferenciales corporativos cerraron el año en niveles históricamente bajos tanto en el segmento *high yield* como en *investment grade*. Tras el "Liberation Day", se produjeron repuntes significativos, pero el mercado recuperó rápidamente su tono positivo. Sin embargo, la quiebra de dos empresas del sector automovilístico con financiación de *private credit* generó inquietud puntual sobre la salud del sector y las interconexiones entre banca tradicional y financiera no bancaria.

En los mercados emergentes, las primas de riesgo se redujeron a lo largo del año gracias a un entorno de inflación contenida, economía resiliente, divisas con un desempeño favorable y una mayor diversificación internacional de las carteras fuera del dólar. No obstante, las primas sí que se vieron presionadas al alza puntualmente, alrededor del "Liberation Day" o debido a cuestiones relacionadas con los riesgos fiscales en Brasil y la incertidumbre política en Turquía. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública doméstica a largo plazo, en general, se desplazaron a la baja a lo largo del año.

Los mercados de criptoactivos vivieron un notable impulso debido al apoyo explícito de la administración estadounidense. Los ETFs de criptoactivos al contado registraron fuertes entradas y varias empresas del sector salieron a bolsa con revalorizaciones muy significativas. El bitcoin alcanzó nuevos máximos temporales cercanos a los 125.000 dólares antes de corregir en noviembre. La capitalización total del mercado superó los 4 billones de dólares en octubre, su nivel más alto hasta la fecha.



2.2 Entorno del sector financiero

Sector bancario

En 2025, el sector bancario global estuvo marcado por los efectos derivados de la agenda desreguladora de Estados Unidos y por la creciente relevancia de los riesgos geopolíticos. Desde el inicio del mandato presidencial, se impulsaron medidas para reducir el tamaño y el alcance de las agencias reguladoras, lo que incluyó reestructuraciones, despidos y una mayor influencia política sobre organismos supervisores. Estas decisiones se acompañaron de una relajación normativa y de incentivos a la participación de los bancos en actividades con criptoactivos.

En el ámbito regulatorio, las autoridades estadounidenses presentaron propuestas orientadas a flexibilizar el marco prudencial, con el objetivo de adaptarlo al tamaño, modelo de negocio y perfil de riesgo de cada entidad. La implementación de Basilea III fue pospuesta hasta 2026. Paralelamente, se enfatizó la búsqueda de un equilibrio entre innovación financiera y estabilidad, aunque el mercado interpretó estas medidas como un giro significativo hacia la desregulación.

En contraste, la Unión Europea mantuvo una postura más prudente. El supervisor único presentó un paquete de simplificación regulatoria, pero sin desregular y garantizando la estabilidad financiera y la solidez del sector bancario. Las propuestas incluían ajustes en requerimientos de capital y medidas específicas para entidades pequeñas, cuya evaluación se integrará en el informe del sector previsto para 2026.

La situación del sector bancario europeo siguió mejorando en 2025, con los bancos españoles destacando en positivo.

Reino Unido mostró una mayor sintonía con la estrategia estadounidense. Las Leeds Reforms introdujeron una flexibilización regulatoria relevante, retrasando parte de la implementación de Basilea III hasta 2028 y promoviendo incentivos para canalizar ahorro minorista hacia los mercados financieros. Estas medidas se justificaron como necesarias para fortalecer la competitividad del sector financiero británico.

La supervisión europea incorporó de manera explícita los riesgos geopolíticos. El ejercicio de estrés de 2025 incluyó un escenario adverso caracterizado por tensiones geopolíticas, que interrumpían el comercio, reducían el crecimiento económico y afectaban al sector bancario. Además, se anunció un ejercicio temático para 2026 centrado en riesgos geopolíticos dentro del proceso ICAAP. Los supervisores también solicitaron a los bancos incrementar provisiones ante un posible deterioro derivado de la nueva ola arancelaria.

El sector bancario europeo y español mostró resiliencia pese al entorno desafiante. Los bancos españoles destacaron por su rentabilidad, eficiencia y calidad del crédito, aunque continuaron presentando ratios de capital CET1 por debajo de la media europea. No obstante, el resto de métricas de solvencia y la evolución positiva del negocio respaldaron su posición comparativa.

En la parte final del año se registró un nuevo episodio de preocupación por los bancos regionales de Estados Unidos, después de que varios de ellos aflorasen exposición a dos empresas relacionadas con el sector de automoción quebradas y que estaban involucradas en casos de fraude, Tricolor y First Brands. Ambas empresas, además, tenían vínculos con el crédito privado, lo que hizo aflorar inquietud sobre las interconexiones entre el sector bancario y el sector financiero no bancario. Además, grandes bancos también publicaron exposición a esas empresas quebradas.

A lo largo del año, se intensificaron los procesos de consolidación bancaria en Estados Unidos y Europa. En Italia, varios intentos de adquisición estuvieron condicionados por la complejidad de la estructura accionarial y por la intervención del gobierno en operaciones estratégicas. En Portugal y Grecia se produjeron adquisiciones relevantes por parte de entidades internacionales, mientras que en Alemania siguieron avanzando los movimientos corporativos en torno a bancos sistémicos, aunque sin resoluciones definitivas.

En paralelo, algunos países introdujeron nuevas medidas fiscales aplicables al sector. Italia revisó el tratamiento de los créditos fiscales utilizados por los bancos, mientras que en Reino Unido se debatió un aumento de los impuestos aplicados al sector, aunque finalmente no fue incluido en el presupuesto del país.

Estabilidad financiera y política macroprudencial

En 2025, los riesgos para la estabilidad financiera aumentaron de forma significativa en un contexto marcado por la incertidumbre geopolítica, las tensiones comerciales y la elevada volatilidad de los mercados. Entre los principales focos de riesgo se identificaron la posibilidad de ajustes desordenados en los precios de los activos, el deterioro potencial del crédito en sectores expuestos a tensiones geopolíticas, el aumento de la volatilidad en los mercados de deuda soberana y la fragilidad del sector financiero no bancario, especialmente en el ámbito del crédito privado. También se subrayó la necesidad de monitorizar nuevos riesgos emergentes, como los vinculados a los criptoactivos, las *stablecoins* en dólares y el incremento de ciberataques e información falsa.

El sector financiero no bancario, y en particular el mercado de *private credit*, atrajo especial preocupación durante el año. Episodios de estrés y la quiebra de varias empresas con financiación compleja pusieron de manifiesto las vulnerabilidades del sector, así como los riesgos de contagio hacia la banca. En respuesta, el Banco de Inglaterra anunció la realización del primer ejercicio de estrés que abarcará bancos, aseguradoras, fondos de crédito privado y otras instituciones no bancarias, con resultados previstos para 2026.

En Europa, la política macroprudencial mantuvo un tono restrictivo. El Banco de España elevó el colchón de capital contracíclico del 0,5% al 1%, aplicable desde octubre de 2026. Según la institución, los colchones voluntarios de capital de las entidades españolas permiten absorber holgadamente esta subida sin comprometer la capacidad de financiación. Asimismo, se avanzó en la preparación de medidas basadas en el prestatario (Borrower Based Measures), siguiendo la tendencia del resto de países de la zona euro.

Unión del Ahorro y la Inversión (SIU)

En 2025, la Comisión Europea presentó la Unión del Ahorro y la Inversión (SIU), una estrategia destinada a impulsar la integración financiera dentro de la Unión Europea y a reforzar tanto la Unión Bancaria como la Unión de los Mercados de Capitales. El principal objetivo de la SIU es canalizar el ahorro europeo hacia inversiones productivas capaces de financiar los grandes retos estructurales del continente, como la transición climática, la transformación tecnológica y las necesidades derivadas de un entorno geopolítico más exigente. Según el informe Letta, la Unión Europea necesitará entre 750.000 y 800.000 millones de euros anuales hasta 2030 para financiar estas prioridades.

A lo largo del año se presentaron diversas iniciativas para aumentar la participación de los inversores minoristas en los mercados de capitales, relanzar el mercado de titulizaciones y apoyar el papel de los inversores institucionales en la financiación de la economía europea. Entre ellas destacaron la creación de una cuenta de ahorro con incentivos fiscales, el lanzamiento de una nueva etiqueta para productos financieros centrados en inversiones europeas y la reducción de las ponderaciones por riesgo aplicadas a determinadas exposiciones de renta variable de los bancos.

La SIU también contempla otorgar mayores poderes a la Autoridad Europea del Mercado de Valores (ESMA) para supervisar entidades significativas que operan en los mercados y la transformación de determinadas directivas en reglamentos para simplificar la regulación y reducir la fragmentación. Tanto el Banco Central Europeo como diversos gobiernos nacionales apoyaron públicamente esta agenda, destacando la necesidad de una mayor integración financiera para garantizar la autonomía estratégica de Europa y su competitividad global.

Retos para el sector bancario

En 2025, el sector bancario se enfrentó a un cambio relevante en la agenda de sostenibilidad, condicionado por la retirada de Estados Unidos de los principales acuerdos climáticos y por la desvinculación de sus supervisores de la Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS). Este giro provocó un efecto dominó en bancos y gestoras de activos de otras jurisdicciones, debilitando alianzas climáticas globales como la Net Zero Banking Alliance, que terminó transformándose en un marco no vinculante de recomendaciones.

La desregulación climática estadounidense aceleró en Europa la revisión del marco ASG, impulsando la propuesta Ómnibus I, orientada a simplificar las obligaciones de información de las empresas, especialmente para pymes. Aunque este cambio buscaba reducir cargas administrativas, varias asociaciones bancarias señalaron que la menor disponibilidad de datos podría dificultar el análisis de riesgos y elevar los costes.

Durante el año se observó un aumento del fenómeno conocido como *greenhushing*, por el cual algunas empresas optaron por omitir referencias explícitas a sostenibilidad en sus comunicaciones para reducir riesgos reputacionales y de litigiosidad, pese a mantener iniciativas alineadas con la transición climática.

Los supervisores globales, incluido el BCE, avanzaron en el desarrollo de marcos para integrar los riesgos climáticos en valoraciones de activos financieros. El BCE anunció la introducción de un factor climático a partir de 2026, que reducirá el valor reconocido de activos emitidos por compañías intensivas en carbono cuando se utilicen como colateral en operaciones de liquidez.

La digitalización continuó acelerándose, especialmente en torno a la tokenización, los criptoactivos y la inteligencia artificial. En Estados Unidos, la Administración promovió un marco regulatorio favorable al desarrollo de mercados de criptoactivos, incluyendo la aprobación de la "Genius Act" para regular las *stablecoins*, además de la relajación supervisora y la retirada de restricciones previas. Estas iniciativas se plantearon como una estrategia para preservar la hegemonía del dólar como divisa de reserva en el sistema financiero digital, en un contexto en el que se había descartado la emisión de una divisa digital por parte de la Reserva Federal. Todo ello supuso un cambio muy significativo de tendencia respecto a los mercados de criptomonedas, con un enfoque mucho más favorable y facilitador hacia estas actividades.

En Europa, en el ámbito regulatorio de la digitalización, la implementación gradual de MiCA avanzó, aunque algunos países ampliaron los periodos transitorios. El fuerte crecimiento de las *stablecoins* en dólares y su potencial uso extendido en pagos dentro de la UE generaron debate sobre la necesidad de revisar ciertos elementos de MiCA para mitigar riesgos para la estabilidad financiera. La Junta Europea de Riesgo Sistémico advirtió de la posible exposición sistémica derivada de *stablecoins* emitidas conjuntamente por entidades europeas y extracomunitarias.

Los avances hacia divisas digitales de bancos centrales siguieron su curso. El proyecto de euro digital completó la fase de preparación, con vistas a un marco regulatorio en 2026, pruebas piloto en 2027 y potencial emisión en 2029. En paralelo, se estudió una infraestructura complementaria basada en la interconexión de sistemas de pagos instantáneos ("*landing zone*"). Por su parte, China también mostró algo más de apertura respecto a las *stablecoins* y podría aprovechar el impulso regulatorio de Hong Kong a las *stablecoins* y a otras iniciativas de activos digitales para adoptar un enfoque algo más flexible ante la amenaza que representa el potencial auge de las *stablecoins* en dólares. Reino Unido continuó trabajando en una potencial libra digital, pero con más lentitud y más dudas sobre si este proyecto acabará siendo necesario. Estados Unidos inició los trámites de una ley para prohibir el dólar digital respondiendo a una orden ejecutiva de Trump que prohibía a la Fed emitirlo.

Finalmente, se intensificaron las iniciativas para lograr la interoperabilidad entre divisas digitales y depósitos tokenizados, destacando el Proyecto Agorá del BIS y proyectos similares promovidos por países BRICS (Brasil, Rusia, India y China). Estos avances reflejan la transición hacia un sistema financiero más digital, interconectado y con nuevos modelos de riesgo que los bancos deberán integrar en sus estrategias futuras.

2.3 Visión 2026

En 2026 se espera una mayor materialización de los efectos derivados de la agenda económica de la Administración Trump. No obstante, estos impactos no deberían generar disrupciones económicas o financieras de carácter grave. El crecimiento mundial tenderá a mostrar un comportamiento más equilibrado, con una Unión Europea y China capaces de activar palancas internas que impulsen la demanda doméstica y compensen buena parte de los efectos de la política económica estadounidense. Por su parte, el crecimiento de Estados Unidos se moderará como consecuencia de la imposición de aranceles y de las restricciones migratorias. En México, la actividad económica podría recuperarse gradualmente tras la renegociación exitosa del tratado comercial T-MEC.

En el ámbito geopolítico, se prevé que los conflictos actuales persistan, pero sin escalar ni generar consecuencias económicas de gran alcance. En Ucrania, el conflicto seguiría sin una resolución definitiva, aunque sin un aumento de la presión rusa sobre la OTAN. En Oriente Próximo, la confrontación entre Israel e Irán no debería traducirse en interrupciones relevantes en los flujos de petróleo y gas. En materia comercial, el nivel de aranceles impuesto por Estados Unidos sería asumible para el resto de países, que podrían absorber sus efectos, si bien no se prevé un equilibrio estable y duradero en las relaciones comerciales internacionales.

En cuanto a la inflación, se estima que la inflación general se mantenga próxima a los objetivos de los bancos centrales, salvo en el caso de Estados Unidos, donde podría situarse en niveles algo más elevados en el corto plazo. Tras el *shock* arancelario, la inflación podría permanecer alrededor del 2% en la zona euro, apoyada en la fortaleza del euro y en la ausencia de medidas de represalia. En general, la inflación seguirá mostrando un comportamiento volátil y errático debido a diversos *shocks* de oferta (aranceles, reconfiguración de cadenas de producción, desvío de flujos comerciales, tensiones geopolíticas y fenómenos climáticos adversos).

Aunque la cuestión comercial será una de las principales fuentes de incertidumbre, es previsible que la atención se centre también en el ámbito fiscal. En este sentido, Estados Unidos representa un foco de preocupación debido al deterioro de sus cuentas públicas y a la aprobación de un nuevo paquete de estímulo fiscal. En Europa, los riesgos fiscales continuarán concentrándose en Reino Unido, Francia e Italia, en un contexto en el que los mercados deberán absorber la mayor oferta de deuda pública asociada al giro fiscal en Alemania.

Respecto a la política monetaria, lo más probable es que los bancos centrales mantengan los tipos de interés en niveles cercanos a la neutralidad. En Estados Unidos, se anticipa que la Reserva Federal conservará su independencia pese a la presión política y al relevo de Powell previsto para 2026. Este escenario, unido a las tensiones inflacionistas derivadas del conflicto arancelario, limitará el margen para recortes de tipos. En Europa, el BCE mantendría el tipo de depósito en los niveles actuales durante varios años, en un contexto de desaceleración de la actividad por el incremento arancelario, apreciación del euro y exceso de capacidad productiva en China.

En los mercados financieros, se prevé que las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo permanezcan en niveles relativamente elevados, impulsadas por una mayor prima a plazo vinculada a la volatilidad de crecimiento e inflación y por las elevadas necesidades de financiación de los soberanos. Las primas de riesgo de la deuda periférica europea se mantendrían contenidas y alineadas con sus

calificaciones crediticias. En el mercado de divisas, se anticipa una depreciación del dólar frente al euro, en línea con la evolución de los diferenciales de tipos a corto plazo y con una mayor prima de incertidumbre asociada a la política económica estadounidense.

En España, el crecimiento económico estará sustentado por la dinámica poblacional, los fondos NGEU y unos tipos de interés reducidos. El país se encuentra en una posición comparativamente favorable dentro del contexto global: (i) sus limitadas relaciones comerciales con Estados Unidos reducen la sensibilidad a los aranceles; (ii) España no se sitúa entre los países más expuestos a riesgos fiscales; y (iii) la sólida posición financiera de familias y empresas actúa como elemento de protección frente a potenciales tensiones. Así, la economía mantendría un crecimiento superior al de la zona euro, acercándose progresivamente a tasas más compatibles con su potencial.

En el entorno financiero, el sector bancario muestra robustez y resiliencia. La guerra comercial tendría un impacto limitado sobre la morosidad de los sectores representados en el balance. En la Unión Europea, los bancos parten de una posición sólida que previsiblemente se prolongará gracias al mantenimiento de niveles elevados de rentabilidad y capital. En el ámbito regulatorio, se espera la entrada en vigor de nuevas fases de Basilea III según el calendario previsto, mientras que los avances en la integración europea se concentrarán en las iniciativas vinculadas a la Savings and Investment Union.

