

Entorn econòmic, sectorial i regulador

55	Entorn de l'economia mundial
58	Entorn de l'economia espanyola
58	Polítiques monetàries i mercats financers
62	Entorn del sector bancari
62	Entorn regulador
63	Perspectives per al 2018



L'exercici de 2017 ha estat condicionat pels esdeveniments polítics i geopolítics i pels passos fets pels principals bancs centrals cap a la normalització monetària.

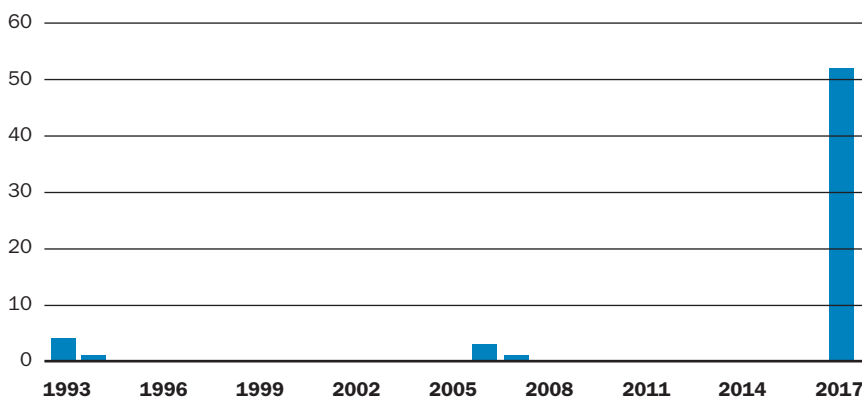
El creixement de les economies desenvolupades ha passat a ser més robust i sincronitzat.

L'economia espanyola ha mantingut un important dinamisme, i ha tornat a destacar en positiu dins de la zona euro.

Entorn de l'economia mundial

L'exercici de 2017 ha estat condicionat per l'entorn polític i geopolític i els passos fets pels principals bancs centrals cap a la normalització monetària. L'any es va iniciar amb el canvi de govern als Estats Units, i posteriorment el focus es va situar a Europa, amb l'inici de les negociacions del Brexit i les eleccions a França, el Regne Unit i Alemanya. Per la seva banda, l'enfortiment de l'economia global i una inflació una mica més elevada que en anys anteriors van contribuir al fet que els bancs centrals de les principals economies desenvolupades confirmessin la seva intenció d'iniciar o continuar la reversió gradual de les polítiques extremadament acomodaticies adoptades en anys passats. En aquest escenari, els mercats financers han tingut un comportament positiu al llarg de l'any, en un context de creixent complaença, tal com es pot apreciar en el gràfic

G1, en què l'índex VIX mesura la volatilitat de l'índex borsari S&P 500 dels Estats Units. Que es mantingui per sota de 10 és significatiu perquè és un senyal que els mercats financers es troben en una situació de complaença, amb poca volatilitat.



G1 Nombre de dies en què el VIX s'ha situat per sota de 10
Font: Bloomberg

Els esdeveniments polítics en les diferents regions han centrat l'atenció dels mercats financers, tot i que amb un impacte puntual i limitat sobre aquests.

Al Regne Unit, el Govern va sol·licitar formalment al març abandonar la Unió Europea (UE) mitjançant la invocació de l'article 50. Les negociacions del Brexit es van iniciar al juny amb posicions allunyades, malgrat que el Regne Unit va accedir a la seqüència establerta per la UE. Així, es va decidir tractar en primer lloc l'acord de sortida, per després, en una segona fase, abordar la forma que ha de prendre la nova relació comercial entre el Regne Unit i la UE. L'executiu britànic va anar suavitzant la seva posició pel que fa als tres punts prioritaris de la primera fase de les negociacions: la factura de sortida, els drets dels ciutadans expatriats i la frontera d'Irlanda. Tot això va contribuir al fet que s'arribés a un principi d'acord de sortida i es permetés donar pas a la segona fase de negociacions. En l'àmbit domèstic, la capacitat de lideratge de la primera ministra, Theresa May, s'ha vist qüestionada per la pèrdua de la majoria absoluta en les eleccions generals anticipades del juny, el suport limitat dins del seu partit i gabinet, la dimissió de tres ministres per no haver respectat els codis de conducta i l'augment de la popularitat del líder del Partit Laborista, Jeremy Corbyn.

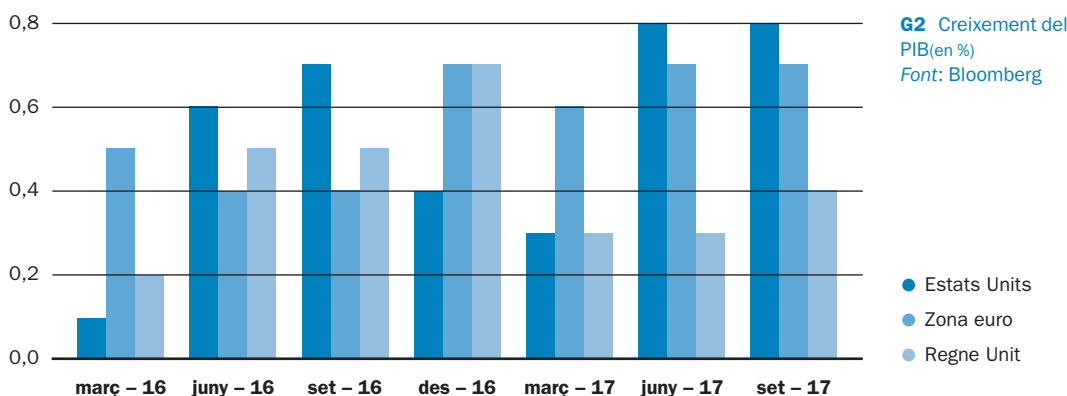
A la resta d'Europa, van destacar les eleccions a França i a Alemanya. A França, les eleccions presidencials van estar precedides de soroll polític, davant els escàndols de corrupció d'un dels principals candidats i la possibilitat que guanyés Marine Le Pen, la candidata del partit euroescèptic Front Nacional. Finalment, es va imposar el liberal Emmanuel Macron, amb un discurs proeuropeu. Pel que fa a Alemanya, el partit d'Angela Merkel va ser la força política més votada en les eleccions generals, però no va obtenir la majoria absoluta, fet que està dificultant la formació de govern. A Espanya, per la seva banda, el context polític es va tornar més complex arran del procés sobiranista a Catalunya. En les seves eleccions autonòmiques celebrades al desembre, Ciutadans va ser el partit amb més vots i escons, alhora que es va revalidar la majoria parlamentària independentista.

Als Estats Units, Donald Trump ha mostrat un to menys agressiu i més pragmàtic que el que va presentar fins a arribar a la presidència. Així, no va continuar

acusant la Xina de manipular divises ni va abandonar el NAFTA. Diverses de les polítiques més controvertides que pretenia implementar han estat paralitzades per la manca d'acord dins del seu propi partit o pel poder judicial, mentre que el principal èxit ha estat l'aprovació de la reforma fiscal. Alhora, s'ha fet evident la divisió interna del Partit Republicà, que a més va patir derrotes rellevants en les eleccions que es van celebrar en alguns estats al novembre i va reduir la seva ja estreta majoria al Senat. El soroll polític domèstic va augmentar per la investigació per aclarir els vincles de Rússia amb la campanya electoral de Trump, cosa que va suposar la dimissió de diversos ministres i assessors. En l'àmbit geopolític, va ser destacat l'increment de la tensió entre els Estats Units i Corea del Nord en la segona meitat de l'any, tot i que amb un impacte en els mercats financers limitat i centrat en els actius asiàtics.

Pel que fa a l'activitat econòmica en l'àmbit global, el creixement ha passat a ser més robust i a estar més sincronitzat en les principals economies desenvolupades al llarg de l'any. A la zona euro, l'economia ha registrat taxes de creixement elevades, amb més equilibri entre els diferents components que en anys anteriors: als Estats Units, l'activitat ha mantingut la seva solidesa amb un bon comportament del consum privat i més dinamisme en la inversió (G2). D'aquesta manera, la taxa d'atur s'ha reduït fins a mínims des de principis dels anys 2000. Per la seva banda, al Japó l'economia ha mantingut un comportament favorable, gràcies a la bona situació econòmica a Àsia. Al Regne Unit el creixement econòmic ha estat modest, arrossegat per la incertesa relacionada amb les negociacions del Brexit.

Les economies emergents han deixat enrere la pitjor fase de l'ajust econòmic que han experimentat al llarg dels últims anys. El creixement a la Xina ha estat superior al que es va fixar en els objectius governamentals, alhora que les autoritats han posat èmfasi en el reforç regulador i la reducció dels riscos financers. Per la seva banda, Trump no ha implementat la seva amenaça de guerra comercial contra la Xina i, per contra, ha mostrat un cert acostament cap al país asiàtic a canvi de col·laboració en el conflicte de Corea del Nord. Al Brasil, l'ímpetu reformista ha animat l'inici de la recuperació econòmica. A Mèxic, el creixement del PIB ha estat millor que el que es va pronosticar després

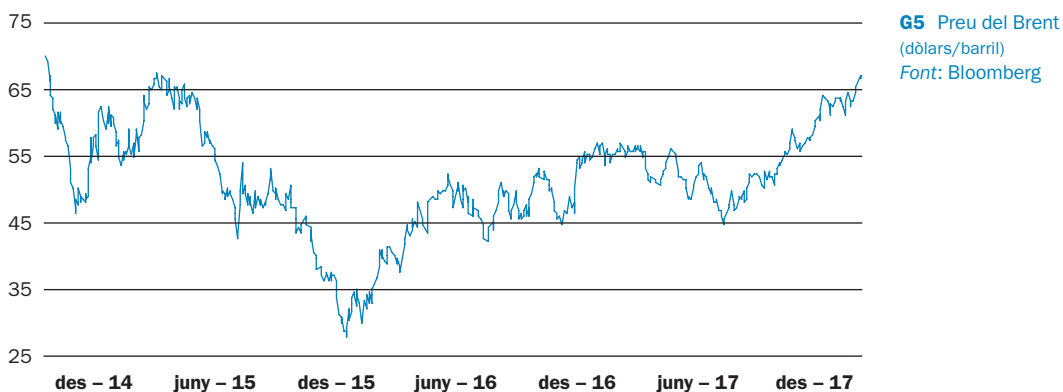
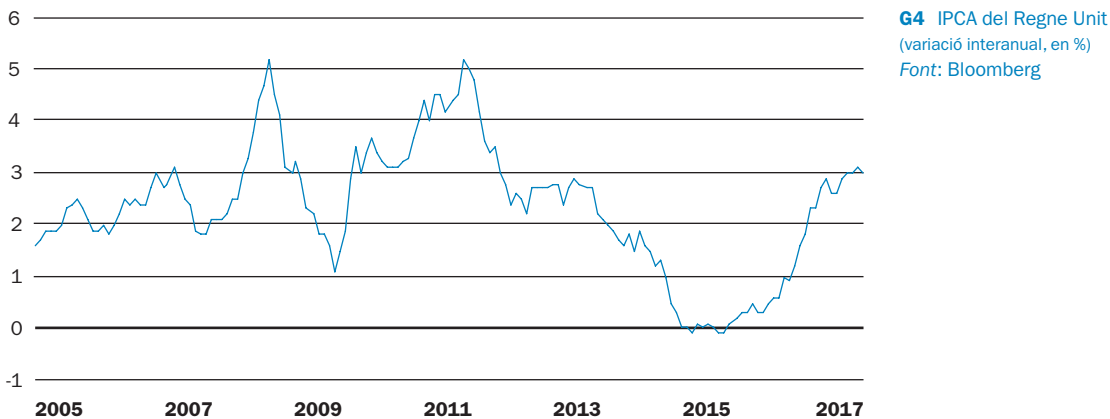
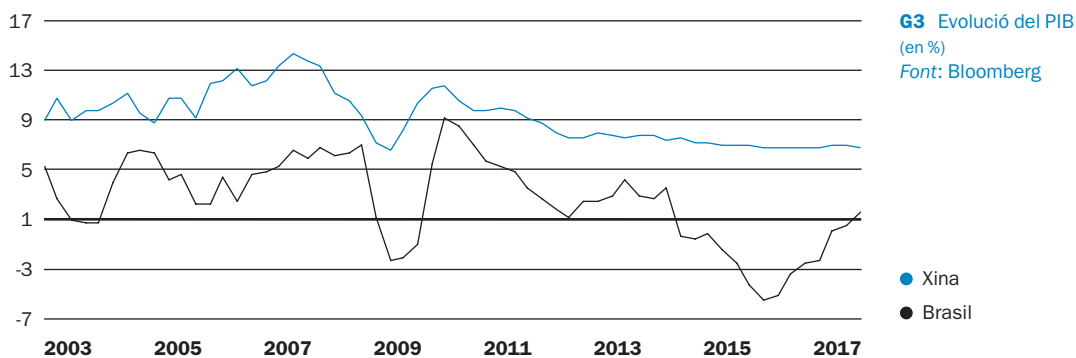


de l'arribada de Trump, gràcies, en gran part, al dinamisme del sector exterior. Mentrestant, els Estats Units, Mèxic i el Canadà han iniciat les converses per renegociar l'acord de lliure comerç existent entre els tres països, amb la intenció d'arribar a un acord abans de març de 2018 (G3).

Pel que fa a la inflació, aquesta s'ha situat per sobre dels registres de 2016 en les principals economies desenvolupades, tot i que encara per sota dels objectius de la política monetària, amb l'excepció del Regne Unit, on es va situar clarament per sobre. En els primers mesos de l'any, la inflació va repuntar en totes les economies, emparada per l'efecte base favorable del preu del petroli, fins a arribar a màxims des de 2012-2013. Des de llavors, el comportament ha estat dispar. A la zona euro, la inflació va anar una mica a la baixa, alhora que als Estats Units va estar llastada per diversos factors transitoris. Al Regne

Unit, per la seva banda, la inflació va continuar repuntant de manera significativa, gràcies a la depreciació de la lliura derivada de les negociacions del Brexit i la debilitat política de May (G4).

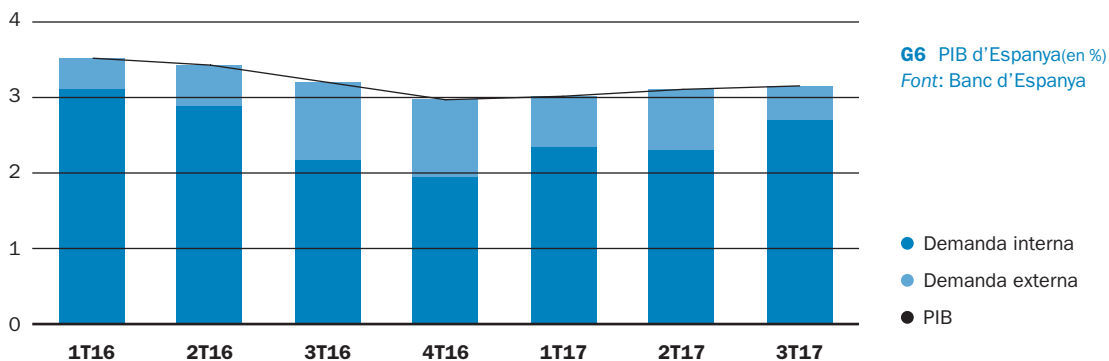
En relació amb el petroli, el seu preu va assolir màxims des de mitjans de 2015, encoratjat per l'extensió de les retallades de producció per part de l'OPEP i altres països productors fins a finals de 2018. A això es va unir un alentiment en l'increment de l'oferta de cru procedent dels Estats Units, la robustesa de les dades de demanda i la inestabilitat geopolítica a l'Orient Mitjà (G5).



Entorn de l'economia espanyola

L'economia espanyola ha mantingut un important dinamisme, i ha tornat a destacar en positiu dins de la zona euro, amb un creixement de prop del 3,0% per tercer any consecutiu (G6). En relació amb el mercat laboral, la taxa d'atur es va reduir fins a mínims des de finals de 2008. En

l'àmbit exterior, la balança per compte corrent ha acabat l'any en superàvit per cinquè exercici consecutiu. L'evolució dels comptes públics, per la seva banda, està sent compatible amb el compliment de l'objectiu del dèficit. Respecte al mercat immobiliari, aquest va confirmar la seva reactivació, encara que amb una destacada disparitat entre regions. Finalment, el context polític domèstic va suposar una revisió a la baixa de les previsions de creixement per al 2018 per part del govern.

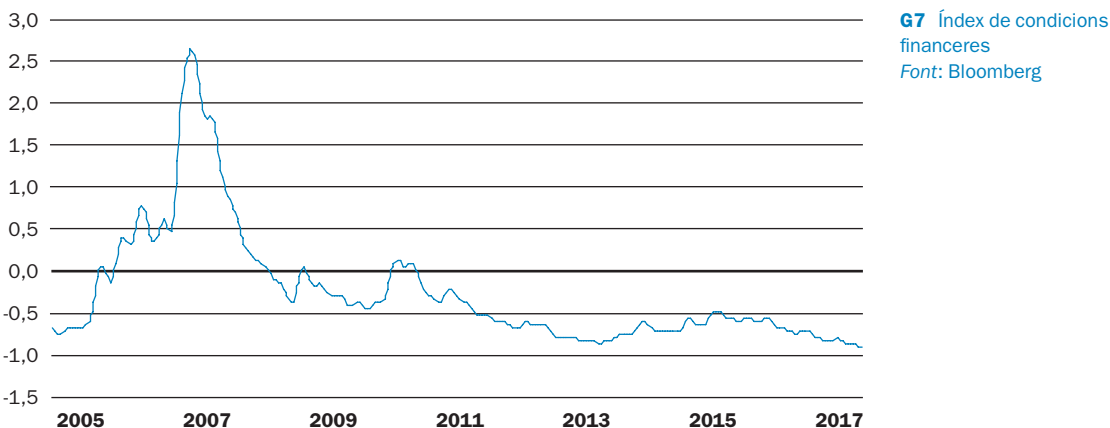


Polítiques monetàries i mercats financers

Mercats financers globals

Els mercats financers globals han tingut un comportament positiu en un context de creixent complaença, i només s'han vist arrossegats de manera puntual per certs episodis de tipus polític i geopolític. Els nivells de volatilitat s'han situat al voltant de mínims històrics en la major part dels actius. Les condicions financeres s'han mantingut relaxades malgrat les pujades del tipus rector de la Fed. En aquest context, diversos organismes internacionals han advertit d'un augment dels riscos, especialment fora del sector financer no bancari (G7).

Els bancs centrals de les principals economies desenvolupades han continuat avançant cap a la normalització de les seves polítiques monetàries. El BCE va iniciar el canvi d'orientació de la seva política monetària al juny, en descartar noves baixades del tipus rector i mostrar menys preocupació sobre els riscos a l'activitat. A l'octubre va modificar el seu programa de compra d'actius. Així, va prolongar la durada del programa almenys fins al setembre de 2018, tot i que reduirà el ritme de compres de 60 a 30 milers de milions d'euros mensuals a partir de gener de 2018. El BCE va insistir que mantindrà sense canvis els tipus d'interès per un període prolongat de temps i força més enllà de la fi del programa de compra d'actius. Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra va augmentar el tipus rector al novembre fins al 0,50% i va desfer així la baixada implementada després del referèndum del Brexit. El banc central va justificar la seva decisió a partir de l'elevada



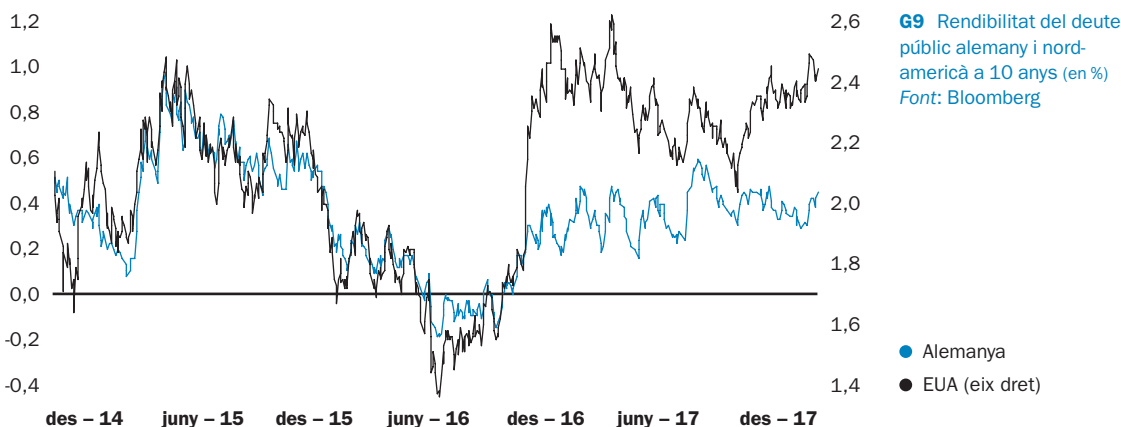
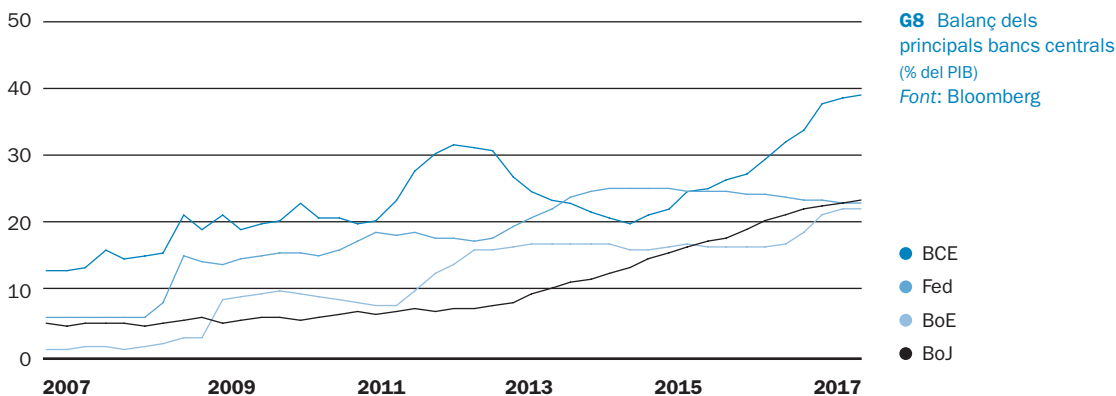
inflació i una taxa d'atur en mínims històrics. Als Estats Units, la Fed va pujar el tipus d'interès de referència en tres ocasions, fins a l'1,25-1,50%, i va mostrar la seva intenció de fer-ho tres vegades més el 2018. A més, va començar a reduir el seu balanç a l'octubre en línia amb els detalls del pla publicat mesos abans. També es va saber que Powell, actual membre del Board de la Fed, serà el nou governador, una vegada que Yellen abandoni el càrrec i el seu lloc en el Board al febrer de 2018. Finalment, el Banc del Japó ha anat reduint les compres de deute públic, tot i no haver fet un anunci formal del canvi (G8).

Les rendibilitats del deute públic a llarg termini de les principals economies desenvolupades s'han mantingut en nivells reduïts i sense una tendència definida. Al llarg de l'any, els esdeveniments polítics, les actuacions dels bancs centrals i la inflació han estat els principals condicionants de l'evolució de l'actiu. Als Estats Units, el soroll polític, juntament amb les dificultats de Trump d'implementar el seu programa electoral, la moderació i les sorpreses a la baixa de la inflació van ser els principals catalitzadors. En el tram final de l'any, l'aprovació de la reforma fiscal va suposar un repunt de la rendibilitat. Per la seva banda, la rendibilitat del deute públic d'Alemanya es va veure influïda pel soroll polític al voltant de les eleccions a França en la primera part de l'any i per la gestió del BCE dels primers passos en la normalització de la seva política monetària (G9).

Les primes de risc en els països de la perifèria europea han continuat estant emparades per la política

acomodatícia del BCE i, en particular, pel seu programa de compra d'actius. Els diferencials d'Espanya i Itàlia van repuntar en la primera meitat de l'any, influïts pel soroll polític relacionat amb les eleccions franceses. Un cop superada la cita electoral, el diferencial italià es va reduir encoratjat, a més, per la millora del ràting del seu deute públic. La prima de risc espanyola es va veure sotmesa a volatilitat a causa del context polític domèstic. Les primes de risc de Portugal i Grècia van caure de manera significativa, encoratjades per les millores del ràting del deute públic de cada país, el favorable context econòmic i, en el cas de Grècia, per les notícies positives sobre el seu programa de rescat. Aquest context ha possibilitat que el país hel·lè hagi realitzat la primera emissió de deute públic a llarg termini des de 2014. En el cas de Portugal, Standard & Poor's i Fitch van tornar a qualificar el deute públic del país com a grau d'inversió (G10).

En els mercats de divises, l'exercici s'ha caracteritzat per l'apreciació de l'euro respecte al dòlar i a la lliura. En el seu encreuament amb el dòlar, l'euro va assolir nivells màxims des de finals de 2014, després de trencar el rang de fluctuació que havia mantingut durant els dos últims anys i mig (G11). La divisa única va trobar suport, principalment, en el soroll polític als Estats Units i en la consolidació de la recuperació econòmica a la zona euro. La lliura esterlina, per la seva banda, s'ha depreciat respecte de l'euro fins a aconseguir mínims de 2011, arrossegada pels diferents esdeveniments polítics relacionats amb el Brexit i la política domèstica. La política monetària del

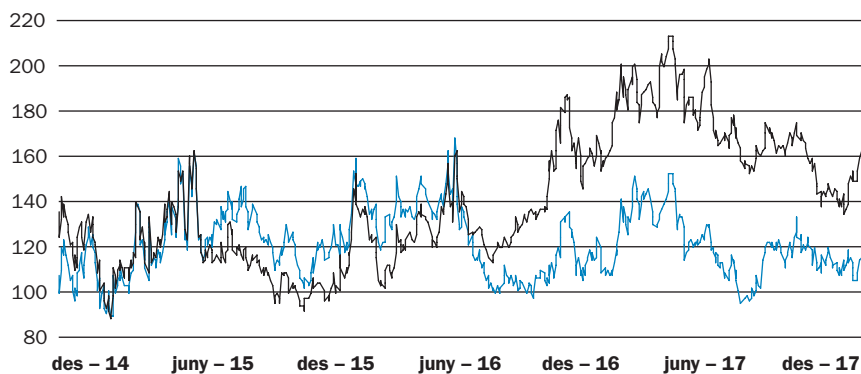


Banc d'Anglaterra ha tractat de contenir la debilitat de la divisa (G12). Finalment, el ien va mostrar una elevada volatilitat en l'encreuament amb el dòlar. La divisa nipona es va emparar en la favorable situació econòmica del país, el soroll polític nord-americà i l'augment de les tensions geopolítiques amb Corea del Nord a l'estiu.

En els mercats de renda variable, les borses han registrat importants revaloracions en les principals economies desenvolupades, algunes de les quals se situen en màxims històrics. A Itàlia i Espanya, la positiva evolució dels seus sectors bancaris va representar un suport. Els esdeveniments polítics i geopolítics han arrossegat només puntualment la favorable evolució de l'actiu (G13).

Mercats financers de països emergents

Els mercats financers dels països emergents han mostrat, en general, un comportament favorable al llarg de l'any. Les primes de risc s'han vist afavorides per la major tranquil·litat respecte a l'evolució de l'activitat a la Xina; la posició menys agressiva del discurs de Trump; la depreciació del dòlar; la perspectiva d'una normalització suau de la política monetària en els països desenvolupats, i un preu del petroli que ha assolit els nivells més elevats en més de dos anys (G14). En aquest context, el *peso* mexicà s'ha vist especialment afectat pels esdeveniments polítics, però ha mostrat una apreciació en l'agregat de l'any.



G10 Prima de risc associada al deute públic a 10 anys d'Espanya i Itàlia (punts bàsics)
Font: Bloomberg

● Espanya
● Itàlia



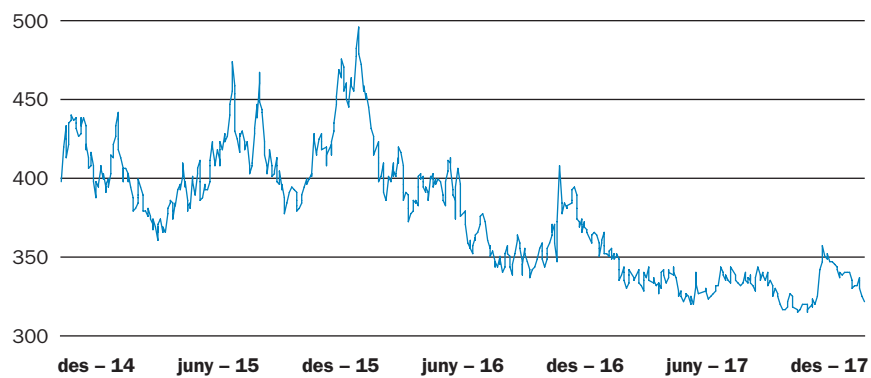
G11 Tipus de canvi del dòlar respecte de l'euro (dòlars per euro)
Font: Bloomberg



G12 Tipus de canvi de la lliura respecte de l'euro (lliures per euro)
Font: Bloomberg



G13 S&P 500
Font: Bloomberg



G14 Prima de risc de països emergents (índex EMBI+, punts bàsics)
Font: Bloomberg

Entorn del sector bancari

El sistema bancari europeu ha enfortit la seva solvència, ha millorat la qualitat dels actius i ha augmentat la rendibilitat el 2017. Així, la mitjana de la ràtio de capital de més qualitat (CET1, *fully-loaded*) va arribar al 14,3% al setembre de 2017, respecte del 13,6% de setembre de 2016. La taxa de morositat mitjana dels bancs de la UE ha disminuït del 5,4% (des de setembre de 2016) al 4,2%, de manera que ha reflectit el progrés realitzat pels bancs de la UE per sanejar els seus balanços. La rendibilitat ha millorat gràcies a un entorn més favorable, però continua sent un desafiament clau per al sector bancari de la UE. Al setembre de 2017, el ROE mitjà es va situar en el 7,1%, 170 p. b. més que dotze mesos enrere, el seu nivell més alt des de 2014. Aquests avenços han estat desiguals entre jurisdiccions i institucions, de manera que la reducció del nivell total de préstecs morosos i la millora de la rendibilitat a llarg termini continuen sent desafiaments clau per al sector en el seu conjunt.

A Espanya, la baixa rendibilitat del negoci bancari continua sent un focus d'atenció, igual que el volum d'actius improductius, que, malgrat el continu descens, es manté en nivells elevats.

Entorn regulador

Unió Bancària

Al llarg de 2017, el Mecanisme Únic de Supervisió (MUS) s'ha seguit consolidant com a supervisor amb alts estàndards reguladors, ajustats a les millors pràctiques internacionals. Per la seva banda, en el seu segon any a ple funcionament, el Mecanisme Únic de Resolució (que persegueix la gestió efectiva dels processos de resolució d'entitats en fallida) ha continuat la seva tasca en l'aprovació dels plans de resolució, la determinació del requeriment individual de l'MREL (mínim requerit de passius elegibles) i la normalització del procés d'aportacions al Fons Únic de Resolució. A més, la Junta Única de Resolució ha pres les seves primeres decisions en matèria de resolució en els sistemes bancaris d'Espanya i Itàlia.

A l'octubre, la Comissió Europea (CE) va instar el Parlament Europeu i els estats membres a accelerar els processos per finalitzar la Unió Bancària (UB) abans de 2019. La CE estableix un camí ambiciós per garantir la compleció de la UB, sobre la base dels compromisos ja assumits pel Consell. Les mesures preveuen: accelerar l'adopció del paquet legislatiu proposat al novembre de 2016 per reduir els riscos en el sector bancari; dotar la UB d'un mecanisme de protecció pressupostària (transformació del MEDE en un Fons Monetari Europeu); possibles mesures sobre els títols garantits per bons sobirans; un paquet de mesures per reduir la morositat; el manteniment d'una supervisió d'alta qualitat (inclusió de les grans empreses d'inversió que duen a terme activitats similars a les bancàries sota el mandat de supervisió del MUS), i una nova proposta per instaurar un Sistema Europeu de Garantia de Dipòsits (SEGD).

La nova proposta per instaurar un SEGD intenta conciliar la divergència de punts de vista i preocupacions plantejades al Parlament i Consell europeus en oferir una introducció més gradual en comparació amb la proposta de la CE de 2015. Així, només hi hauria dues fases en lloc de tres: una fase de reassurança més limitada i, a continuació, una de coassegurança (condicionada als avenços aconseguits en la reducció dels riscos). En l'etapa de reassurança, l'SEGD només aportaria una cobertura de liquiditat temporal als sistemes de garantia de dipòsits nacionals. En la fase de coassegurança, l'SEGD també sufragaria progressivament les pèrdues.

Unió de Mercats de Capitals

A mitjans de juny, la CE va publicar la Revisió intermèdia de la Unió de Mercats de Capitals (UMC), una prioritat clau dins del Pla d'inversions per a Europa del president Juncker. La UMC pretén complementar el finançament bancari contribuint a atreure més inversions de la UE i de la resta del món; connectar més eficaçment el finançament als projectes d'inversió a tota la UE; fer que el sistema financer sigui més estable, en diversificar les fonts de finançament, i aprofundir en la integració financera i intensificar la competència.

La revisió arriba en un moment oportú per fer balanç del que s'ha aconseguit fins ara i per analitzar els reptes futurs derivats de desafiaments recents com ara el Brexit o les *fintech*. El Pla d'acció revisat s'ha concebut després d'una consulta i una audiència públiques per recollir els punts de vista de la indústria. La revisió s'articula al voltant d'un nou conjunt de prioritats centrades en una supervisió més eficaç per part de l'Autoritat Europea de Valors i Mercats (ESMA, per les sigles en anglès), que garanteixi un entorn regulador més proporcionat per a les pimes, simplifiqui les inversions transfrontereres i desenvolupi ecosistemes de mercats de capitals a tota la UE. Tot això explorant vies per canalitzar el poder transformador de la tecnologia financera i orientar els capitals privats cap a inversions sostenibles.

Les polítiques macroprudencials han continuat tenint un paper important el 2017 com a complement de la política monetària i de la política microprudencial. Aquestes poden abordar els desequilibris nacionals o sectorials, i contribuir així a fer front a l'heterogeneïtat dels cicles financers i empresarials. Diversos països europeus han activat o anunciat l'activació dels requeriments del coixí de capital anticíclic, que cerca prevenir i mitigar riscos sistèmics de naturalesa cíclica que poden ser causats pel creixement excessiu del crèdit a nivell agregat.

A mesura que augmenten els riscos sistèmics en els sectors menys regulats, les autoritats públiques competents ressalten la necessitat d'establir un conjunt global d'eines macroprudencials fora de l'àmbit de la banca, no disponibles actualment.

Marc regulador i superior

L'estiu de 2017 va coincidir amb el desè aniversari de l'inici de la crisi financera global, crisi que va sacsejar els fonaments de la UE i que va exigir importants mesures per estabilitzar l'economia i el sistema financer. En l'àmbit internacional, s'ha aconseguit finalment arribar a un acord amb el qual es tanca el marc regulador postcrisi de Basilea III, que pretén aconseguir més sensibilitat al risc, senzillesa i comparabilitat en matèria de solvència.

Moltes d'aquestes mesures ja estan en fase d'implementació o legislació a la UE. El paquet legislatiu presentat al novembre de 2016 per la CE ha avançat en algun dels seus capítols –mesures transitòries per a l'IFRS9 o aprovació de l'ordre de prelació en insolvència–, tot i que la major part segueix en el procés de negociació tripartida amb el Consell de la UE i el Parlament Europeu.

Altres àrees reguladores que han centrat l'atenció el 2017 i que s'espera que continuïn sent el focus a partir d'ara inclouen: la reducció dels actius improductius (el Consell Europeu ha llançat un pla d'acció amb iniciatives supervidores i reguladores per donar-hi un enfocament europeu); la revisió dels índexs de referència de tipus d'interès (perquè siguin més sòlids i representatius), i la regulació de la tecnologia digital (*fintech*, ciberseguretat) per garantir un *level playing field* i la seguretat amb la promoció de la innovació.

Així mateix, el sector financer s'està preparant per a l'entrada en vigor de diverses noves normes que d'una manera directa o indirecta incidiran en el sector. Entre aquestes destaca el canvi de les normes comptables (IRFS9), que introdueixen una nova classificació d'actius financers i noves normes de dotació de provisions basades en la pèrdua esperada en lloc de l'actual pèrdua incorreguda. També cal destacar les preparacions per a la nova regulació orientada a la protecció de l'inversor/consumidor (MiFID III, PRIIP, PSD2 i reforma del crèdit immobiliari), que suposen un augment en les obligacions d'informació al client i al mercat, més adaptació del producte o servei a les necessitats del client i la gestió de situacions de conflictes d'interès.

Perspectives per al 2018

El 2018, s'espera que el *mix* de creixement i inflació sigui favorable. En aquest sentit, és previsible que el creixement global sigui més sincronitzat, tant en les economies desenvolupades com en les emergents, i que se segueixin reduint els excessos de capacitat. El creixement econòmic trobaria suport en uns tipus d'interès encara reduïts i les retallades impositives en alguns països. En aquest entorn, s'espera que els riscos econòmics estiguin equilibrats. Pel que fa a la inflació, és previsible que sigui positiva i continguda, en un context en què les majors pressions domèstiques estarien compensades per les tendències globals de fons (tecnologia, globalització, etc.).

Quant als bancs centrals de les principals economies desenvolupades, s'espera que avancin en el procés de normalització de les polítiques monetàries. Així, podria ser el primer any després de la crisi en què els balanços dels principals bancs centrals en agregat no s'incrementin. Amb tot això, és previsible que es produeixi un tensionament gradual de les condicions financeres i un entorn de més volatilitat en els mercats.

En relació amb les economies emergents, s'espera que puguin fer front als avenços en la normalització de la política monetària dels bancs centrals dels països desenvolupats, sempre que el creixement econòmic global sigui favorable i que les pujades del tipus rector de la Fed siguin graduals.

La política estarà, previsiblement, marcada pels desenllaços dels esdeveniments polítics i geopolítics dels últims anys, especialment pel que fa al Brexit, Trump i el NAFTA. S'espera que els mercats estiguin exposats a aquests desenvolupaments, pel fet que no han cotitzat aquests riscos i que el suport dels bancs centrals sembla inferior que en anys anteriors.

Quant als temes de regulació bancària, s'espera que s'alentixi la tendència dels darrers anys i que s'entri en una fase de recalibratge de les mesures ja adoptades, amb un cert rumb desregulador.