

Entorno económico, sectorial y regulatorio

55	Entorno de la economía mundial
58	Entorno de la economía española
58	Políticas monetarias y mercados financieros
62	Entorno del sector bancario
62	Entorno regulatorio
63	Perspectivas para 2018



El ejercicio 2017 ha estado condicionado por los eventos políticos y geopolíticos y por los pasos dados por los principales bancos centrales hacia la normalización monetaria.

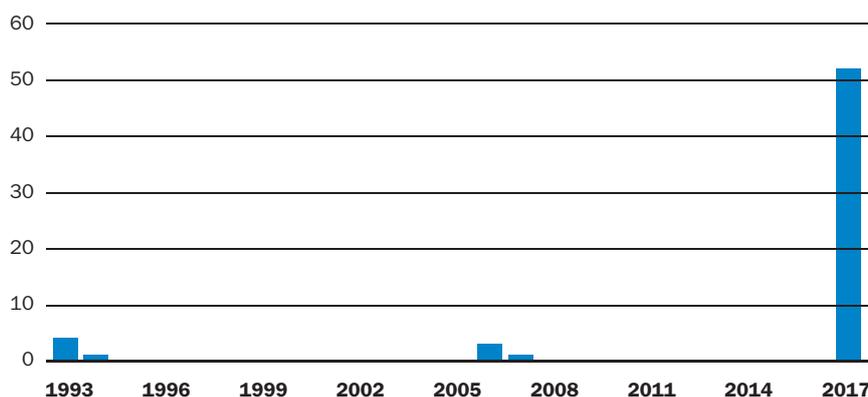
El crecimiento de las economías desarrolladas ha pasado a ser más robusto y sincronizado.

La economía española ha mantenido un importante dinamismo, volviendo a destacar en positivo dentro de la zona euro.

Entorno de la economía mundial

El ejercicio 2017 ha estado condicionado por el entorno político y geopolítico y los pasos dados por los principales bancos centrales hacia la normalización monetaria. El año se inició con el cambio de gobierno en Estados Unidos y posteriormente el foco se situó en Europa, con el inicio de las negociaciones del *Brexit* y las elecciones en Francia, Reino Unido y Alemania. Por su parte, el fortalecimiento de la economía global y una inflación algo más elevada que en años anteriores contribuyeron a que los bancos centrales de las principales economías desarrolladas confirmasen su intención de iniciar o continuar la reversión gradual de las políticas extremadamente acomodaticias adoptadas en años pasados. En este escenario, los mercados financieros han tenido un comportamiento positivo a lo largo del año, en un contexto de creciente complacencia tal y como

se puede apreciar en el gráfico G1, donde el índice VIX mide la volatilidad del índice bursátil S&P 500 de Estados Unidos. Que se mantenga por debajo de 10 es significativo porque da una señal de que los mercados financieros se encuentran en una situación de complacencia, con poca volatilidad.



G1 Número de días en los que el VIX se ha situado por debajo de 10
Fuente: Bloomberg

Los eventos políticos en las diferentes regiones han centrado la atención de los mercados financieros, aunque con un impacto puntual y limitado sobre los mismos.

En Reino Unido, el Gobierno solicitó formalmente en marzo abandonar la Unión Europea (UE) mediante la invocación del artículo 50. Las negociaciones del *Brexit* se iniciaron en junio con posturas alejadas, pese a que el Reino Unido accedió a la secuencia establecida por la UE. Así, se acordó tratar en primer lugar el acuerdo de salida, para luego, en una segunda fase, abordar la forma que debe tomar la nueva relación comercial entre el Reino Unido y la UE. El ejecutivo británico fue suavizando su postura en lo relativo a los tres puntos prioritarios de la primera fase de las negociaciones: la factura de salida, los derechos de los ciudadanos expatriados y la frontera de Irlanda. Todo ello contribuyó a que se alcanzase un principio de acuerdo de salida y se permitiese dar paso a la segunda fase de negociaciones. En el ámbito doméstico, la capacidad de liderazgo de la primera ministra T. May se ha visto cuestionada por la pérdida de la mayoría absoluta en las elecciones generales anticipadas de junio, el apoyo limitado dentro de su partido y gabinete, la dimisión de tres ministros por no respetar los códigos de conducta y el aumento de la popularidad del líder del Partido Laborista, J. Corbyn.

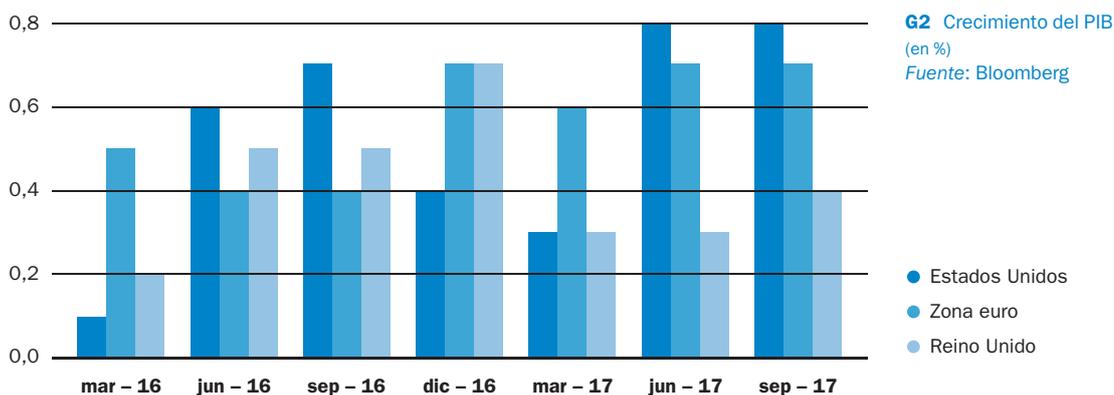
En el resto de Europa, destacaron las elecciones en Francia y en Alemania. En Francia, las elecciones presidenciales estuvieron precedidas de ruido político, ante los escándalos de corrupción de uno de los principales candidatos y la posibilidad de que ganase M. Le Pen, la candidata del partido euroescéptico Frente Nacional. Finalmente, se impuso el liberal E. Macron, con un discurso proeuropeo. Respecto a Alemania, el partido de A. Merkel fue la fuerza política más votada en las elecciones generales, pero no obtuvo la mayoría absoluta, lo que está dificultando la formación de gobierno. En España, por su parte, el contexto político se tornó más complejo a raíz del proceso soberanista en Cataluña. En sus elecciones autonómicas celebradas en diciembre, Ciudadanos fue el partido con más votos y escaños, al tiempo que se revalidó la mayoría parlamentaria independentista.

En Estados Unidos, D. Trump ha mostrado un tono menos agresivo y más pragmático que el presentado

hasta su llegada a la presidencia. Así, no nombró a China manipulador de divisas ni abandonó el NAFTA. Varias de las políticas más controvertidas que pretendía implementar han sido paralizadas por la falta de acuerdo dentro de su propio partido o por el poder judicial, mientras que el principal logro ha sido la aprobación de la reforma fiscal. Al mismo tiempo, se ha hecho evidente la división interna del Partido Republicano, que además sufrió derrotas relevantes en las elecciones que se celebraron en algunos estados en noviembre y redujo su ya estrecha mayoría en el Senado. El ruido político doméstico se ha visto acrecentado por la investigación para esclarecer los vínculos de Rusia con la campaña electoral de Trump, lo que supuso la dimisión de varios ministros y asesores. En el ámbito geopolítico, fue destacado el aumento de la tensión entre Estados Unidos y Corea del Norte en la segunda mitad del año, aunque con un impacto en los mercados financieros limitado y centrado en los activos asiáticos.

Respecto a la actividad económica a nivel global, el crecimiento ha pasado a ser más robusto y a estar más sincronizado en las principales economías desarrolladas a lo largo del año. En la zona euro, la economía ha registrado tasas de crecimiento elevadas, con un mayor equilibrio entre los diferentes componentes que en años anteriores: en Estados Unidos, la actividad ha mantenido su solidez con un buen comportamiento del consumo privado y un mayor dinamismo de la inversión (G2). De esta forma, la tasa de paro se ha reducido hasta mínimos desde principios de los años 2000. Por su parte, en Japón, la economía ha mantenido un comportamiento favorable, apoyada por la buena situación económica en Asia. En el Reino Unido, el crecimiento económico ha sido modesto, lastrado por la incertidumbre relacionada con las negociaciones del *Brexit*.

Las economías emergentes han dejado atrás la peor fase del ajuste económico que han experimentado a lo largo de los últimos años. El crecimiento en China ha sido superior al fijado en los objetivos gubernamentales, al tiempo que las autoridades han puesto énfasis en el refuerzo regulatorio y la reducción de los riesgos financieros. Por su parte, Trump no ha implementado su amenaza de guerra comercial contra China y, por el contrario, ha mostrado cierto acercamiento hacia el país asiático a

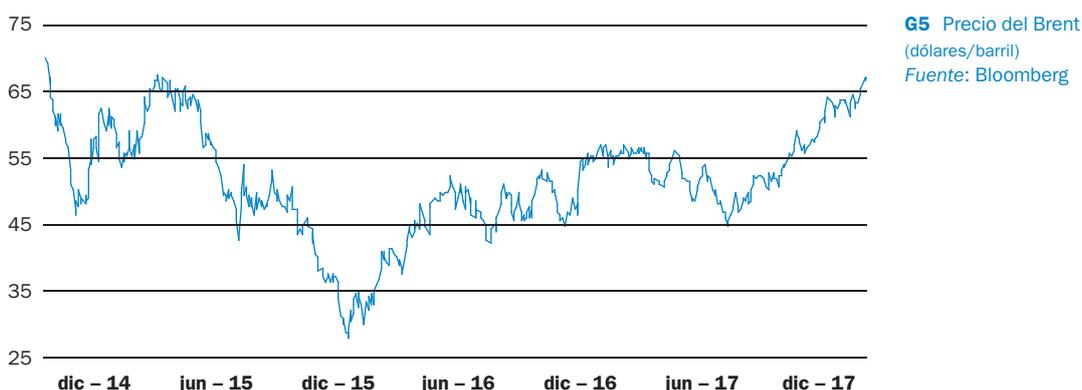
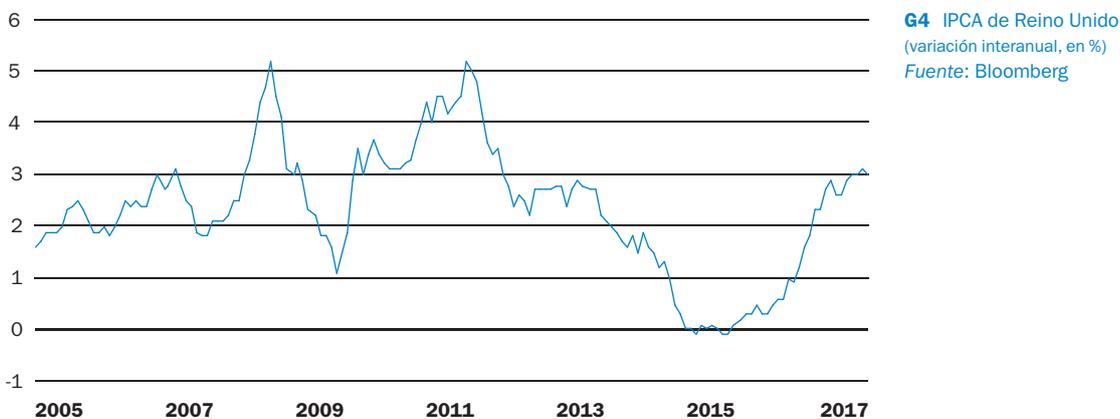
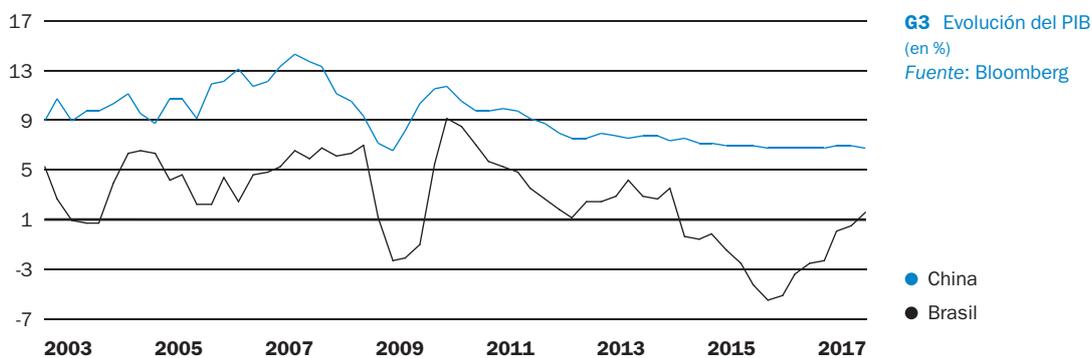


cambio de colaboración en el conflicto de Corea del Norte. En Brasil, el ímpetu reformista ha apoyado el inicio de la recuperación económica. En México, el crecimiento del PIB ha sido mejor que el que se pronosticó tras la llegada de Trump, gracias, en gran medida, al dinamismo del sector exterior. Mientras tanto, Estados Unidos, México y Canadá han iniciado las conversaciones para la renegociación del acuerdo de libre comercio existente entre los tres países, con la intención de llegar a un acuerdo antes de marzo de 2018 (G3).

Respecto a la inflación, esta se ha situado por encima de los registros de 2016 en las principales economías desarrolladas, aunque todavía por debajo de los objetivos de política monetaria, con la excepción del Reino Unido, donde se situó claramente por encima. En los primeros meses del año, la inflación repuntó en todas las economías, apoyada por el efecto base favorable del precio

del petróleo, hasta alcanzar máximos desde 2012-2013. Desde entonces, el comportamiento ha sido dispar. En la zona euro, la inflación se deslizó algo a la baja, al tiempo que en Estados Unidos estuvo lastrada por varios factores transitorios. En el Reino Unido, por su parte, la inflación siguió repuntando de forma significativa, apoyada por la depreciación de la libra derivada de las negociaciones del Brexit y la debilidad política de May (G4).

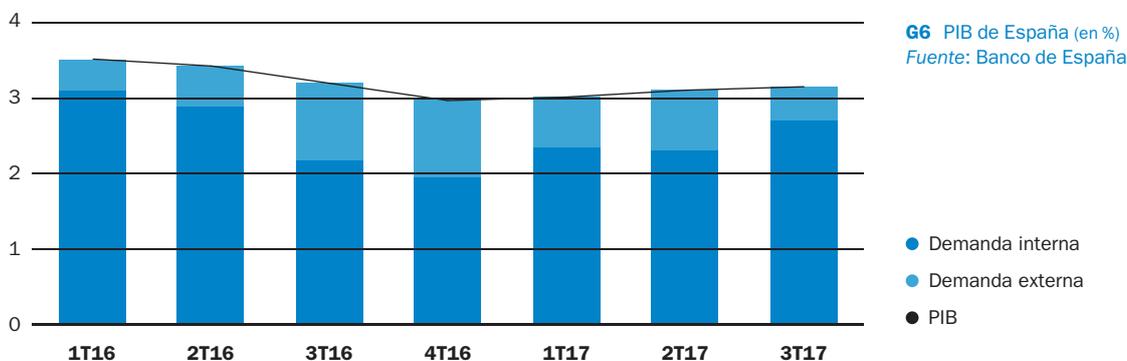
En cuanto al petróleo, su precio alcanzó máximos desde mediados de 2015, apoyado por la extensión de los recortes de producción por parte de la OPEP y otros países productores hasta finales de 2018. A ello se unió una ralentización en el incremento de la oferta de crudo procedente de Estados Unidos, la robustez de los datos de demanda y la inestabilidad geopolítica en Oriente Medio (G5).



Entorno de la economía española

La economía española ha mantenido un importante dinamismo, volviendo a destacar en positivo dentro de la zona euro, con un crecimiento del orden del 3,0% por tercer año consecutivo (G6). En relación con el mercado laboral, la tasa de paro se redujo hasta mínimos desde finales de

2008. En el ámbito exterior, la balanza por cuenta corriente ha terminado el año en superávit por quinto ejercicio consecutivo. La evolución de las cuentas públicas, por su parte, está siendo compatible con el cumplimiento del objetivo del déficit. Respecto al mercado inmobiliario, este confirmó su reactivación, aunque con una destacada disparidad entre regiones. Por último, el contexto político doméstico supuso una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para 2018 por parte del Gobierno.



Políticas monetarias y mercados financieros

Mercados financieros globales

Los mercados financieros globales han tenido un comportamiento positivo en un contexto de creciente complacencia, y solamente se han visto lastrados de forma puntual por ciertos episodios de índole política y geopolítica. Los niveles de volatilidad se han situado en torno a mínimos históricos en la mayor parte de activos. Las condiciones financieras se han mantenido relajadas a pesar de las subidas del tipo rector de la Fed. En este contexto, diversos organismos internacionales han advertido de un aumento

de los riesgos, especialmente en el sector financiero no bancario (G7).

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han ido dando pasos hacia la normalización de sus políticas monetarias. El BCE inició el cambio de orientación de su política monetaria en junio, al descartar nuevas bajadas del tipo rector y mostrar menos preocupación sobre los riesgos a la actividad. En octubre modificó su programa de compra de activos. Así, prolongó la duración de dicho programa al menos hasta septiembre de 2018, aunque reducirá el ritmo de compras de 60 a 30 miles de millones de euros mensuales a partir de enero de 2018. El BCE insistió en que mantendría sin cambios los tipos de interés por un periodo prolongado de tiempo y bien más allá del fin del programa de compra de activos. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo rector en noviembre hasta el 0,50% y deshizo así la bajada implementada tras el referéndum del *Brexit*. El banco



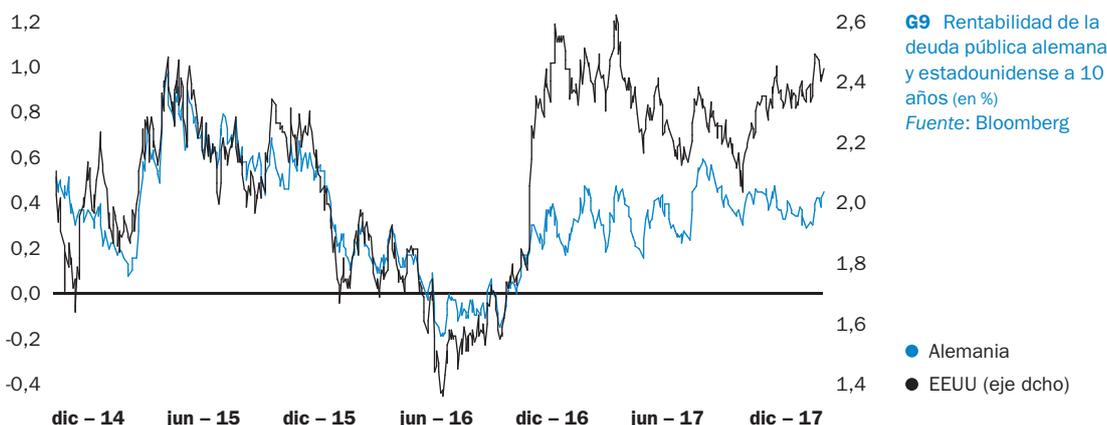
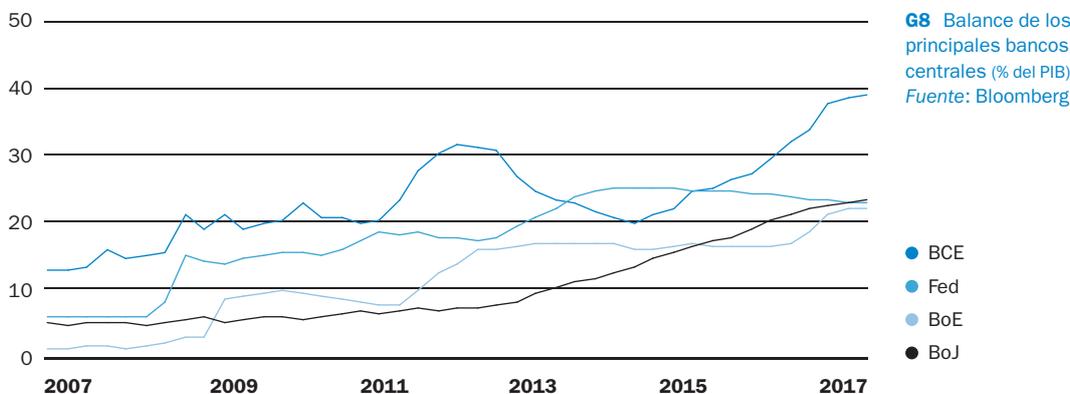
central justificó su decisión a partir de la elevada inflación y una tasa de paro en mínimos históricos. En Estados Unidos, la Fed subió el tipo de interés de referencia en tres ocasiones, hasta el 1,25-1,50%, y mostró su intención de hacerlo tres veces más en 2018. Además, comenzó a reducir su balance en octubre en línea con los detalles del plan publicado meses antes. También se conoció que Powell, actual miembro del Board de la Fed, será el nuevo gobernador, una vez que Yellen abandone el cargo y su puesto en el Board en febrero de 2018. Por último, el Banco de Japón ha ido reduciendo las compras de deuda pública aún sin haber hecho un anuncio formal del cambio (G8).

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las principales economías desarrolladas han permanecido en niveles reducidos y sin una tendencia definida. A lo largo del año, los eventos políticos, las actuaciones de los bancos centrales y la inflación han sido los principales condicionantes de la evolución del activo. En Estados Unidos, el ruido político, junto con las dificultades de Trump de implementar su programa electoral, la moderación y las sorpresas a la baja de la inflación fueron los principales catalizadores. En el tramo final del año, la aprobación de la reforma fiscal supuso un repunte de la rentabilidad. Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública de Alemania se vio influida por el ruido político alrededor de las elecciones en Francia en la primera parte del año y por la gestión del BCE de los primeros pasos en la normalización de su política monetaria (G9).

Las primas de riesgo en los países de la periferia europea se han continuado viendo apoyadas por la política

acomodatícia del BCE y, en particular, por su programa de compra de activos. Los diferenciales de España e Italia repuntaron en la primera mitad del año, influidos por el ruido político relacionado con las elecciones francesas. Una vez superada la cita electoral, el diferencial italiano se redujo, apoyado adicionalmente por la mejora de *rating* de su deuda pública. La prima de riesgo española se vio sometida a volatilidad debido al contexto político doméstico. Las primas de riesgo de Portugal y Grecia cayeron de forma significativa, apoyadas por las mejoras de *rating* de la deuda pública de cada país, el favorable contexto económico y, en el caso de Grecia, por las noticias positivas sobre su programa de rescate. Este contexto ha posibilitado que el país heleno haya realizado la primera emisión de deuda pública a largo plazo desde 2014. En el caso de Portugal, Standard & Poor's y Fitch volvieron a calificar a la deuda pública del país como grado de inversión (G10).

En los mercados de divisas, el ejercicio se ha caracterizado por la apreciación del euro frente al dólar y a la libra. En su cruce con el dólar, el euro alcanzó niveles máximos desde finales de 2014, tras romper el rango de fluctuación que había mantenido durante los dos últimos años y medio (G11). La divisa única encontró apoyo, principalmente, en el ruido político en Estados Unidos y en la consolidación de la recuperación económica en la zona euro. La libra esterlina, por su parte, se ha depreciado frente al euro hasta alcanzar mínimos de 2011, lastrada por los diferentes eventos políticos relacionados con el Brexit y la política doméstica. La política monetaria del Banco de Inglaterra ha tratado de contener la debilidad de la divisa (G12). Por

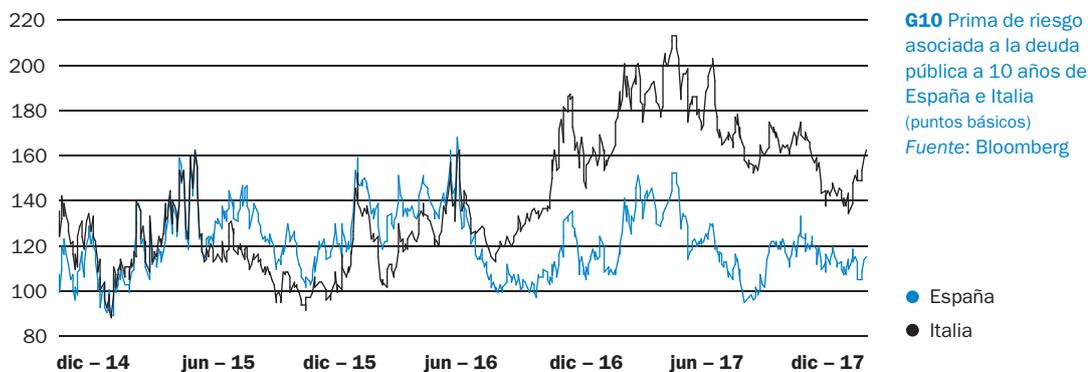


último, el yen mostró una elevada volatilidad en su cruce frente al dólar. La divisa nipona se vio apoyada por la favorable situación económica del país, el ruido político estadounidense y el aumento de las tensiones geopolíticas con Corea del Norte en verano.

En los mercados de renta variable, las bolsas han registrado importantes revaloraciones en las principales economías desarrolladas, algunas de las cuales se sitúan en máximos históricos. En Italia y España, la positiva evolución de sus sectores bancarios representó un apoyo. Los eventos políticos y geopolíticos han lastrado solo puntualmente la favorable evolución del activo (G13).

Mercados financieros de países emergentes

Los mercados financieros de los países emergentes han mostrado, en general, un comportamiento favorable a lo largo del año. Las primas de riesgo se han visto favorecidas por la mayor tranquilidad respecto a la evolución de la actividad en China; la postura menos agresiva del discurso de Trump; la depreciación del dólar; la perspectiva de una normalización suave de la política monetaria en los países desarrollados y un precio del petróleo que ha alcanzado los niveles más elevados en más de dos años (G14). En este contexto, el peso mexicano se ha visto especialmente afectado por los acontecimientos políticos, pero ha mostrado una apreciación en el agregado del año.





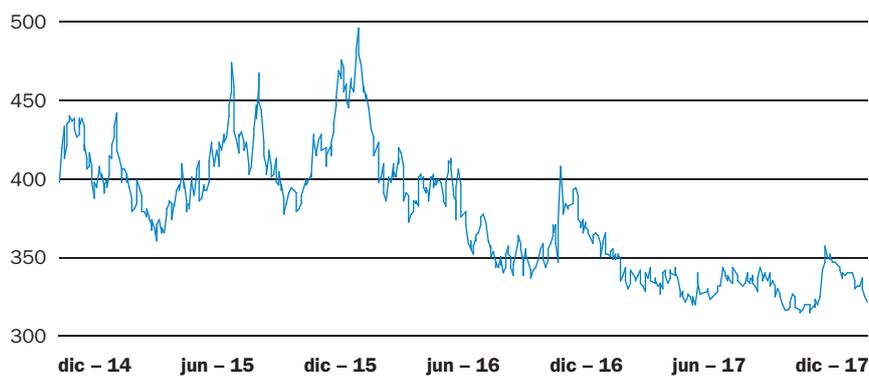
G11 Tipo de cambio del dólar frente al euro (dólares por euro)
Fuente: Bloomberg



G12 Tipo de cambio de la libra frente al euro (libras por euro)
Fuente: Bloomberg



G13 S&P 500
Fuente: Bloomberg



G14 Prima de riesgo de países emergentes (índice EMBI+, puntos básicos)
Fuente: Bloomberg

Entorno del sector bancario

El sistema bancario europeo ha fortalecido su solvencia, mejorado la calidad de los activos y aumentado la rentabilidad en 2017. Así, el promedio de la ratio de capital de mayor calidad (CET1, *fully-loaded*) alcanzó el 14,3% en septiembre de 2017, frente al 13,6% de septiembre de 2016. La tasa de morosidad promedio de los bancos de la UE ha disminuido del 5,4% (desde septiembre de 2016) al 4,2%, reflejando el progreso realizado por los bancos de la UE para sanear sus balances. La rentabilidad ha mejorado gracias a un entorno más favorable, pero sigue siendo un desafío clave para el sector bancario de la UE. A septiembre de 2017, el ROE promedio se situó en el 7,1%, 170 p. b. más que doce meses atrás, su nivel más alto desde 2014. Estos avances han sido desiguales entre jurisdicciones e instituciones, por lo que la reducción del nivel total de préstamos morosos y la mejora de la rentabilidad a largo plazo siguen siendo desafíos claves para el sector en su conjunto.

En España, la baja rentabilidad del negocio bancario continúa siendo un foco de atención al igual que el volumen de activos improductivos que, pese al continuo descenso, se mantiene en niveles elevados.

Entorno regulatorio

Unión Bancaria

A lo largo de 2017, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) ha seguido consolidándose como supervisor con altos estándares regulatorios, ajustados a las mejores prácticas internacionales. Por su parte, en su segundo año a pleno funcionamiento, el Mecanismo Único de Resolución (que persigue la gestión efectiva de los procesos de resolución de entidades en quiebra) ha continuado su labor en la aprobación de los planes de resolución, la determinación del requerimiento individual de MREL (mínimo requerido de pasivos elegibles) y la normalización del proceso de aportaciones al Fondo Único de Resolución. Además, la Junta Única de Resolución ha tomado sus primeras decisiones en materia de resolución en los sistemas bancarios de España e Italia.

En octubre, la Comisión Europea (CE) instó al Parlamento Europeo y los Estados miembros a acelerar los procesos para finalizar la Unión Bancaria (UB), antes de 2019. La CE establece una senda ambiciosa para garantizar la compleción de la UB, sobre la base de los compromisos ya asumidos por el Consejo. Las medidas contemplan: acelerar la adopción del paquete legislativo propuesto en noviembre de 2016 para la reducción de riesgos en el sector bancario; dotar a la UB de un mecanismo de protección presupuestaria (transformación del MEDE en un Fondo Monetario Europeo); posibles medidas sobre los títulos respaldados por bonos soberanos; un paquete de medidas para la reducción de la morosidad; el mantenimiento de una supervisión de alta calidad (inclusión de las grandes empresas de inversión que realizan actividades

similares a las bancarias bajo el mandato de supervisión del MUS), y una nueva propuesta para la instauración de un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD).

La nueva propuesta para la instauración de un SEGD intenta conciliar la divergencia de puntos de vista y preocupaciones planteadas en el Parlamento y Consejo europeos al proponer una introducción más gradual en comparación con la propuesta de la CE de 2015. Así, solo habría dos fases en lugar de tres: una fase de reaseguro más limitada y, a continuación, una de coaseguro (condicionada a los avances conseguidos en la reducción de los riesgos). En la etapa de reaseguro, el SEGD solo aportaría una cobertura de liquidez temporal a los sistemas de garantía de depósitos nacionales. En la fase de coaseguro, el SEGD sufragaría también progresivamente las pérdidas.

Unión de Mercados de Capitales

A mediados de junio, la CE publicó la Revisión intermedia de la Unión de Mercados de Capitales (UMC), una prioridad clave dentro del Plan de Inversiones para Europa del presidente Juncker. La UMC pretende complementar la financiación bancaria contribuyendo a atraer más inversiones de la UE y del resto del mundo; conectar más eficazmente la financiación a los proyectos de inversión en toda la UE; hacer que el sistema financiero sea más estable, al diversificar las fuentes de financiación, y profundizar la integración financiera e intensificar la competencia.

La revisión llega en un momento oportuno para hacer balance de lo conseguido hasta la fecha y analizar los retos futuros derivados de desafíos recientes como el *Brexit* o las *fintech*. El Plan de Acción revisado se ha concebido después de una consulta pública y una audiencia pública para recabar los puntos de vista de la industria. La revisión se articula en torno a un nuevo conjunto de prioridades centradas en una supervisión más eficaz por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), que garantice un entorno regulatorio más proporcionado para las pymes, simplifique las inversiones transfronterizas y desarrolle ecosistemas de mercados de capitales en toda la UE. Todo ello explorando vías para encauzar el poder transformador de la tecnología financiera y orientar los capitales privados hacia inversiones sostenibles.

Las políticas macroprudenciales han continuado teniendo un papel importante en 2017 como complemento de la política monetaria y de la política microprudencial. Éstas pueden abordar los desequilibrios nacionales o sectoriales, contribuyendo así a hacer frente a la heterogeneidad de los ciclos financieros y empresariales. Varios países europeos han activado o anunciado la activación de los requerimientos del colchón de capital anticíclico, que busca prevenir y mitigar riesgos sistémicos de naturaleza cíclica que pueden ser causados por el crecimiento excesivo del crédito a nivel agregado.

Según aumentan los riesgos sistémicos en los sectores menos regulados, las autoridades públicas competentes

resaltan la necesidad de establecer un conjunto global de herramientas macroprudenciales fuera del ámbito de la banca, no disponibles actualmente.

Marco regulatorio y supervisor

El verano de 2017 coincidió con el décimo aniversario del inicio de la crisis financiera global, crisis que sacudió los cimientos de la UE y exigió importantes medidas para estabilizar la economía y el sistema financiero. A nivel internacional, se ha logrado finalmente alcanzar un acuerdo con el que se cierra el marco regulatorio post-crisis de Basilea III, que pretende lograr una mayor sensibilidad al riesgo, sencillez y comparabilidad en materia de solvencia.

Muchas de estas medidas están ya en fase de implementación o legislación en la UE. El paquete legislativo presentado en noviembre de 2016 por la CE ha avanzado en alguno de sus capítulos –medidas transitorias para IFRS9 o aprobación del orden de prelación en insolvencia–, aunque la mayor parte sigue en el proceso de negociación tripartita con el Consejo de la UE y el Parlamento Europeo.

Otras áreas regulatorias que han centrado la atención en 2017 y que se espera continúen siendo el foco en adelante incluyen: la reducción de los activos improductivos (el Consejo Europeo ha lanzado un plan de acción con iniciativas supervisoras y reguladoras para dar un enfoque europeo); la revisión de los índices de referencia de tipos de interés (para que sean más sólidos y representativos), y la regulación de la tecnología digital (*fintech*, ciberseguridad) para garantizar un *level playing field* y la seguridad con la promoción de la innovación.

Asimismo, el sector financiero se está preparando para la entrada en vigor de varias nuevas normas que de un modo directo o indirecto incidirán en el sector. Entre ellas destaca el cambio de las normas contables (IRFS9), que introducen una nueva clasificación de activos financieros y nuevas normas de dotación de provisiones basadas en la pérdida esperada en lugar de la actual pérdida incurrida. También cabe destacar las preparaciones para la nueva regulación orientada a la protección del inversor/consumidor (MiFID III, PRIIPs, PSD2, y reforma del crédito inmobiliario), que suponen un aumento en las obligaciones de información al cliente y al mercado, una mayor adaptación del producto o servicio a las necesidades del cliente y la gestión de situaciones de conflictos de interés.

sigan reduciendo los excesos de capacidad. El crecimiento económico encontraría apoyo en unos tipos de interés todavía reducidos y los recortes impositivos en algunos países. En este entorno, se espera que los riesgos económicos estén equilibrados. Respecto a la inflación, es previsible que sea positiva y contenida, en un contexto en que las mayores presiones domésticas se verían compensadas por las tendencias globales de fondo (tecnología, globalización, etc.).

Respecto a los bancos centrales de las principales economías desarrolladas, se espera que avancen en el proceso de normalización de las políticas monetarias. Así, podría ser el primer año tras la crisis en que los balances de los principales bancos centrales en agregado no se incrementen. Con todo ello, es previsible que se produzca un gradual tensionamiento de las condiciones financieras y un entorno de mayor volatilidad en los mercados.

En cuanto a las economías emergentes, se espera que puedan hacer frente a los avances en la normalización de la política monetaria de los bancos centrales de los países desarrollados, siempre que el crecimiento económico global sea favorable y que las subidas del tipo rector de la Fed sean graduales.

La política se verá, previsiblemente, marcada por los desenlaces de los acontecimientos políticos y geopolíticos de los últimos años, especialmente en relación con el *Brexit*, Trump y el NAFTA. Se espera que los mercados estén expuestos a estos desarrollos, debido a que no han cotizado estos riesgos y a que el respaldo de los bancos centrales se antoja menor que en años anteriores.

En cuanto a los temas de regulación bancaria, se espera que se ralentice la tendencia de los últimos años y que se entre en una fase de recalibración de las medidas ya adoptadas, con un cierto sesgo desregulatorio.

Perspectivas para 2018

En 2018, se espera que el mix de crecimiento e inflación sea favorable. En este sentido, es previsible que el crecimiento global sea más sincronizado, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y que se