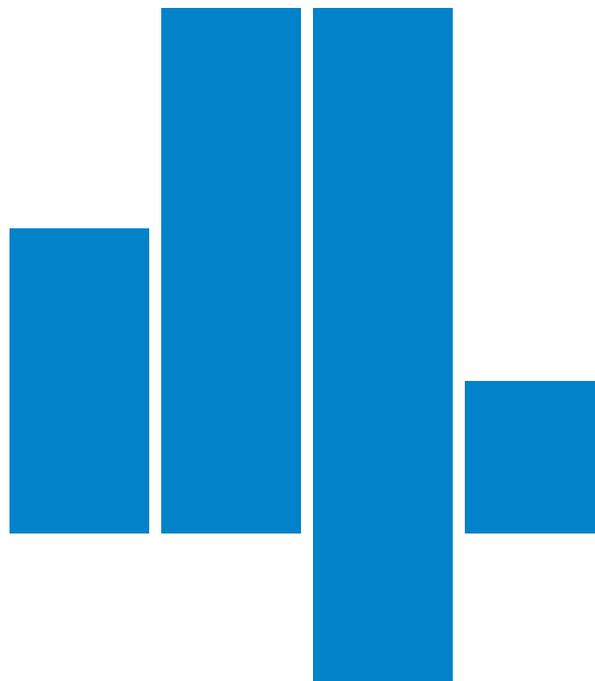


Entorno económico, sectorial y regulatorio

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 2019



El sistema bancario europeo ha seguido avanzando en la reducción de la morosidad en un entorno en el que persisten los retos a la rentabilidad.

El proceso de salida del Reino Unido de la UE ha venido rodeado de una importante incertidumbre.

La economía española ha mantenido un crecimiento robusto y superior al de la zona euro, aunque algo inferior al registrado en los años previos.

Entorno de la economía mundial

En 2018, los eventos políticos y geopolíticos han vuelto a constituir un foco de atención. Estos eventos han tenido un impacto creciente en los mercados financieros a lo largo del año, en un contexto en que los principales bancos centrales han avanzado en la retirada de los estímulos monetarios.

Entre los acontecimientos políticos, destaca el proceso de negociaciones en torno a la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE), la conducta del nuevo Gobierno italiano con relación a las reglas fiscales europeas, las políticas proteccionistas de Trump o los resultados electorales en algunos países emergentes.

En el Reino Unido, el entorno político ha estado marcado por las complejidades del *brexit*, tanto en las negociaciones con la UE como a nivel doméstico, dadas las divisiones que ha generado en el Gobierno y en los principales partidos. El principal escollo de las negociaciones con la UE ha sido la búsqueda de una solución para evitar una frontera física en Irlanda. Finalmente, el gobierno de T. May y la UE alcanzaron un acuerdo que permitía dar paso a un periodo de transición hasta finales de 2020 -prorrogable hasta finales de 2022- durante el que se negociaría la nueva relación bilateral. La votación de este acuerdo en el Parlamento británico se retrasó hasta principios de 2019.

En Italia, las elecciones del 4 de marzo supusieron un castigo para los partidos tradicionales y dejaron un Parlamento fragmentado. Después de varios meses de complicadas negociaciones, que casi desembocan en una crisis institucional, el Movimiento 5 Estrellas y la Liga alcanzaron un acuerdo de gobierno. El nuevo ejecutivo presentó unos presupuestos con unos objetivos de déficit público que no se ajustaban a las consignas europeas. En

este contexto, la Comisión Europea, por primera vez en la historia, rechazó unos presupuestos nacionales. La disciplina impuesta por los mercados financieros y el impacto negativo de la situación política sobre la actividad económica acabaron llevando al Gobierno italiano a adoptar un tono más conciliador con la Comisión Europea y a reducir el objetivo de déficit para 2019.

En Estados Unidos, Trump ha adoptado un tono cada vez más agresivo en política exterior. Con respecto a China, Estados Unidos ha impuesto aranceles sobre más de la mitad de importaciones procedentes del país y ha amenazado con aumentar la tasa de dichos aranceles y con hacerlos extensivos a la totalidad de importaciones. Además, el sector tecnológico ha sido otro de los focos de atención en las relaciones entre ambos países. En relación con la UE, la tregua alcanzada en mayo ha permitido que no se adopten medidas proteccionistas. En relación con el NAFTA, los países finalmente acordaron renegociar (y red denominar) el acuerdo en términos más favorables para Estados Unidos.

En política exterior, el tono asertivo de Estados Unidos también se ha materializado en: (i) la declaración de la UE como “competidor estratégico”, en contraste con décadas de cooperación transatlántica; (ii) la imposición de sanciones a Irán, en contra de la posición del resto de grandes potencias, y (iii) tensiones puntuales con países como Turquía, Corea del Norte, etc.

Las elecciones de mitad de mandato celebradas en noviembre en Estados Unidos llevaron a los demócratas a recuperar el control de la Cámara de Representantes, aunque el partido republicano (de Trump) retuvo el Senado. Los demócratas han mostrado su intención de usar su mayoría para aumentar la presión legal sobre Trump y limitar algunas de sus políticas domésticas.

En Latinoamérica, destaca el giro político que han experimentado países como México y Brasil en las elecciones

que han tenido lugar este año. En México, la victoria de López Obrador en las elecciones presidenciales y parlamentarias de julio ha añadido incertidumbre al entorno económico e institucional en el país. En este sentido, el uso de las consultas populares fuera del marco legal para tomar decisiones económicas de gran calado ha afectado negativamente a la confianza de los inversores. Por su parte, en Brasil, la victoria del exmilitar Bolsonaro ha sido interpretada como un claro rechazo de la población a la situación de violencia y corrupción que vive el país.

Respecto a la actividad económica, el PIB mundial ha mantenido un crecimiento relativamente elevado, apoyado por factores como el carácter expansivo de la política fiscal en países como Estados Unidos y China o una política monetaria todavía acomodaticia en regiones como la zona euro (G1).

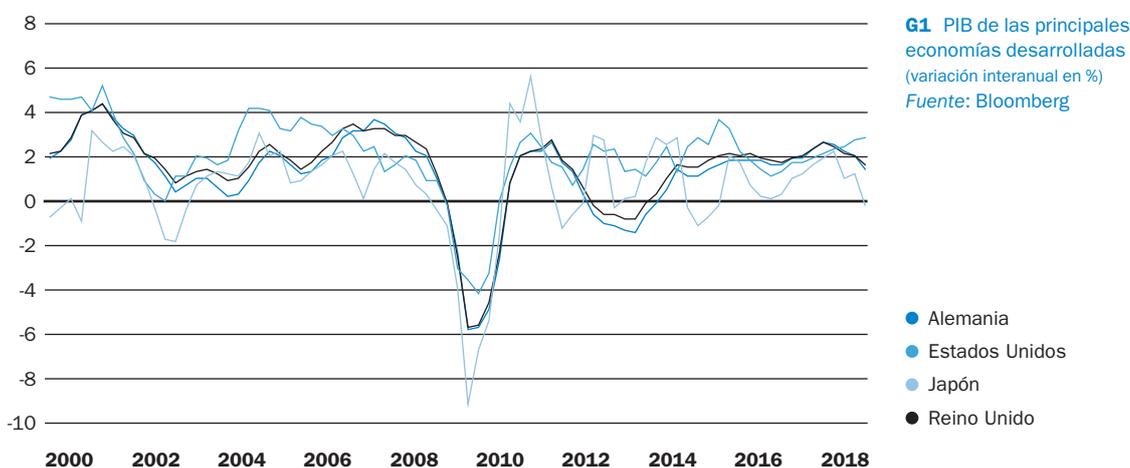
En las economías desarrolladas, la actividad en la zona euro ha continuado con su senda de expansión, aunque a tasas algo menores que en el ejercicio previo, el cual fue excepcionalmente bueno. Las dinámicas de crecimiento se han visto afectadas negativamente por un peor comportamiento de la demanda externa, en un contexto de cierto debilitamiento del comercio internacional. También han influido negativamente en la actividad algunos factores puntuales como los nuevos estándares de emisiones, que han afectado a la producción del sector automovilístico. En el Reino Unido, la actividad ha mostrado un crecimiento moderado, condicionada por la incertidumbre en torno al *brexit*. Esta incertidumbre ha incidido especialmente en la inversión y en sectores como el inmobiliario. En Estados Unidos, la economía ha mostrado un importante dinamismo, apoyada por el carácter expansivo de la política fiscal, que ha beneficiado especialmente al consumo privado. En este contexto, la tasa de paro ha seguido retrocediendo y se ha mantenido en niveles históricamente reducidos. En Japón, la economía se ha continuado expandiendo de manera moderada, apoyada por unas condiciones de financiación laxas y por el gasto gubernamental.

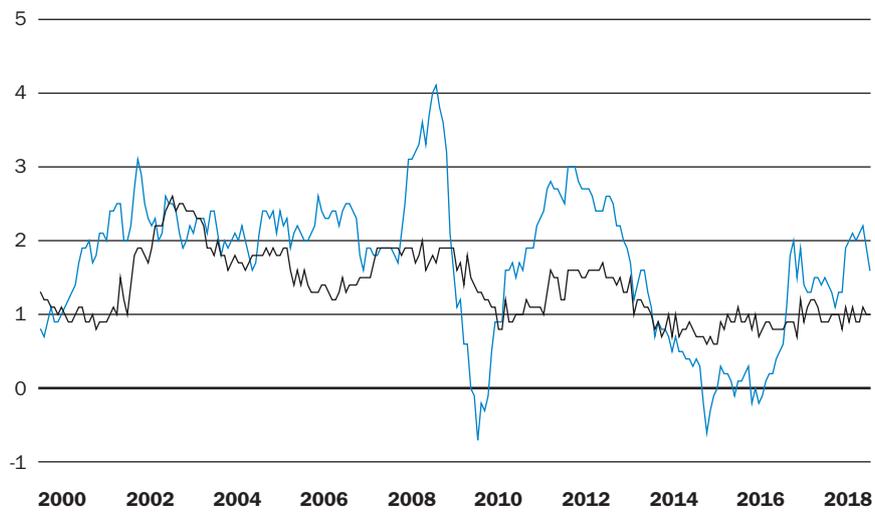
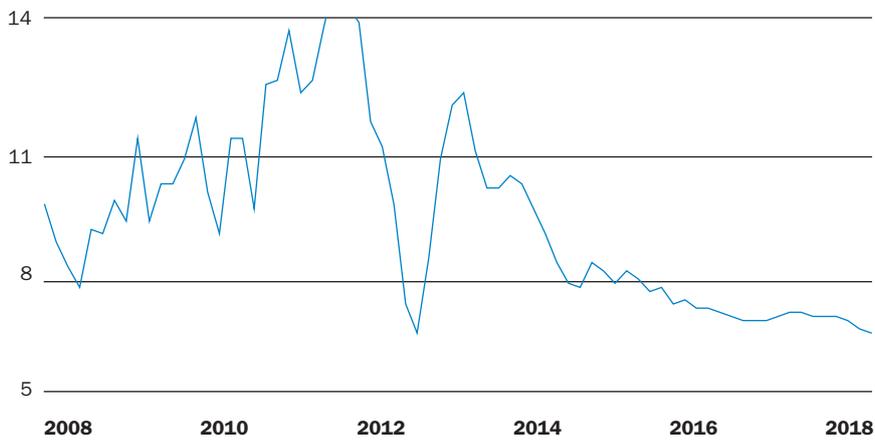
En las economías emergentes, el crecimiento económico de China, aunque se ha mantenido elevado, ha mostrado cierta moderación, afectado por el refuerzo regulatorio que han realizado las autoridades en el ámbito financiero (G2). Dicho efecto se ha visto amplificado por los efectos de la

guerra comercial impulsada por Estados Unidos. Sin embargo, las medidas de expansión económica adoptadas han ayudado a compensar estos efectos negativos. En el resto de países, el foco ha estado especialmente centrado en las economías más vulnerables, como Argentina y Turquía, que han experimentado fuertes movimientos negativos en los mercados financieros en un contexto de tensionamiento de las condiciones internacionales de financiación. Por último, en México, la economía ha mantenido un crecimiento moderado y relativamente estable, que se ha visto condicionado por la incertidumbre en torno a la negociación del NAFTA y la política doméstica.

Respecto a la inflación, en la zona euro, el componente subyacente, que excluye energía y alimentos, ha permanecido en niveles reducidos y sin mostrar una tendencia definida (G3). En el Reino Unido, la inflación se ha moderado a medida que se han disipado los efectos de la depreciación de la libra desde el referéndum del *brexit* y se ha situado a final de año en torno al objetivo de política monetaria. En Estados Unidos, la inflación subyacente se ha desplazado al alza, hasta situarse alrededor del objetivo de la Reserva Federal. La dinámica salarial también ha mejorado y estaría prácticamente normalizada. En Japón, la inflación ha permanecido contenida.

El precio del crudo llegó a situarse en máximos desde 2014 influido por los recortes de producción de la OPEP, los cuellos de botella en la producción de Estados Unidos y el anuncio de que este país reinstauraba las sanciones sobre las exportaciones de crudo procedentes de Irán. Posteriormente, el precio del petróleo descendió ante episodios de tensiones financieras, las autorizaciones temporales concedidas por Estados Unidos para poder importar crudo de Irán y el aumento de la producción de Arabia Saudita, Rusia y Estados Unidos (G4).





Entorno de la economía española

La economía española ha mantenido un crecimiento robusto y nuevamente superior al de la zona euro durante 2018, aunque algo inferior al registrado en los años previos (G5). La economía se ha seguido viendo apoyada por unos reducidos tipos de interés y la mejor situación financiera del sector privado. En relación con el mercado laboral, la tasa de paro ha seguido retrocediendo y se ha mantenido en mínimos de finales de 2008. En el ámbito exterior, el sector turístico ha perdido impulso en un contexto en que parte del turismo ha vuelto a países competidores del Mediterráneo. Ello, junto con un precio del petróleo más elevado en el conjunto del año, ha hecho que el superávit de la balanza por cuenta corriente, que se repite por sexto año consecutivo, haya sido inferior al del año anterior. Respecto al mercado inmobiliario, tanto el precio como las compraventas de vivienda han mantenido un notable dinamismo. Por su parte, la nueva concesión de crédito ha registrado crecimientos destacados tanto para empresas como para hogares. En cuanto a la evolución de las cuentas públicas, los datos publicados apuntan a que el déficit se habrá situado por debajo del 3,0% del PIB.

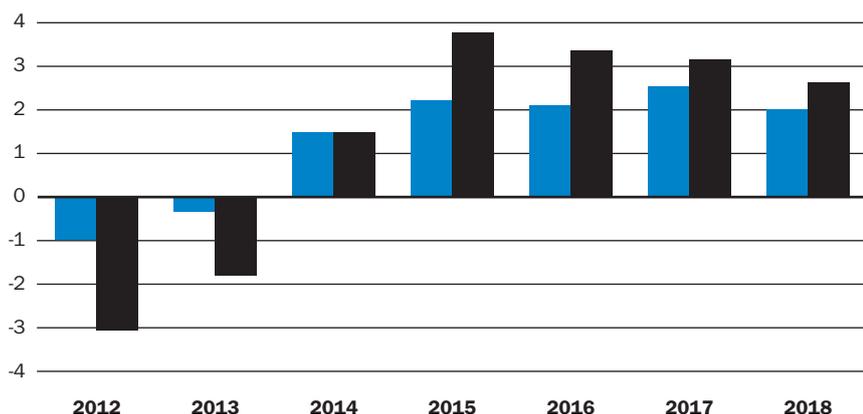
En el ámbito político, hubo un cambio de Gobierno a partir de la moción de censura presentada por el PSOE.

Políticas monetarias y mercados financieros

Mercados financieros globales

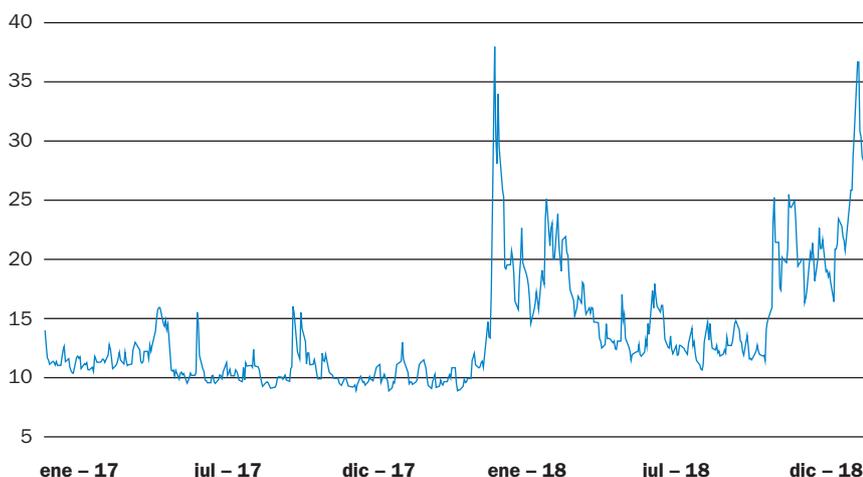
Los mercados financieros han experimentado un contexto de creciente volatilidad. Los activos de riesgo globales han registrado pérdidas prácticamente generalizadas, aunque las caídas han sido más intensas en aquellos activos que se habían beneficiado más del *search for yield*, como la deuda corporativa. Así, las condiciones financieras se han tensionado, especialmente en la parte final del ejercicio, y los problemas de liquidez de mercado se han acentuado. Con todo ello, los principales organismos internacionales han seguido advirtiendo de los crecientes riesgos existentes en los mercados financieros para la estabilidad financiera (G6 y G7).

Los bancos centrales han continuado dando pasos para avanzar en el proceso de normalización de sus políticas



G5 PIB de España y zona euro (variación anual en %)
Fuente: Bloomberg

● Zona euro
● España

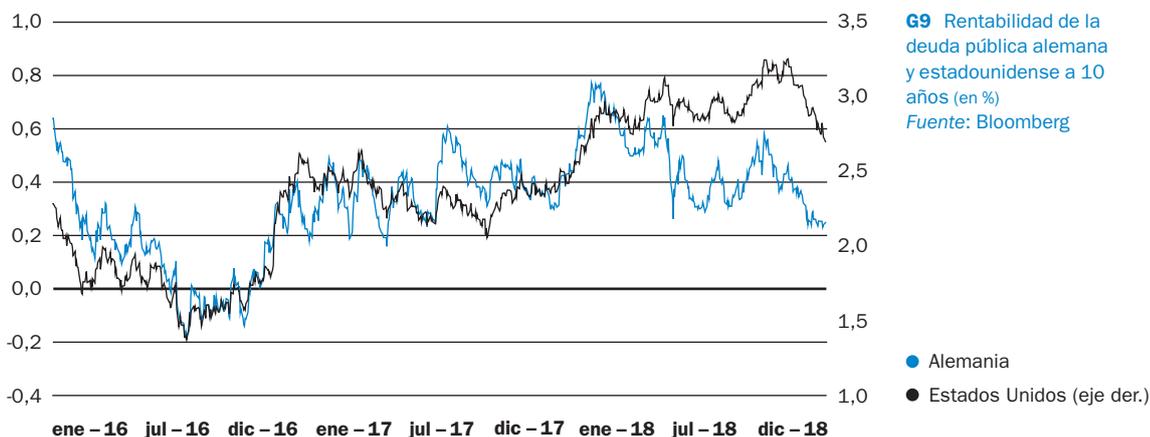
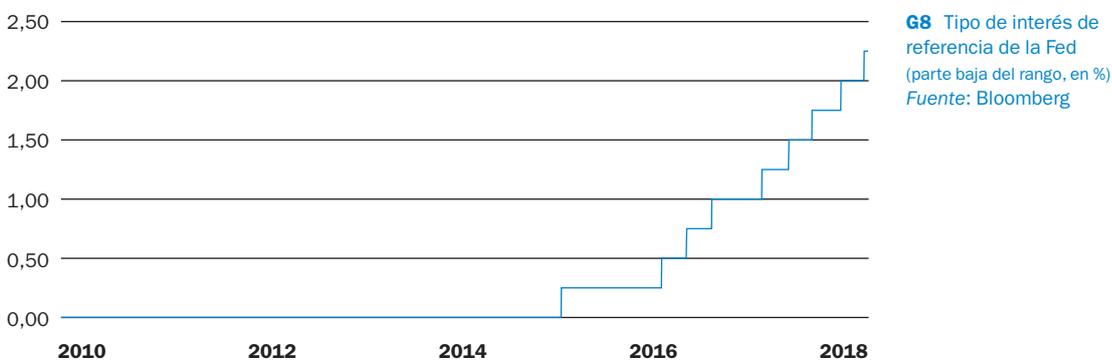


G6 Volatilidad de la bolsa (índice VIX)
Fuente: Bloomberg

monetarias. El BCE, después de reducir el ritmo mensual de compras de activos, finalizó dicho programa a finales de año, aunque ha indicado que continuará reinvertiendo los activos que vayan venciendo durante un periodo prolongado de tiempo. Por otra parte, el BCE señaló que los tipos de interés de referencia se mantendrán sin cambios hasta por lo menos el verano de 2019. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra aumentó el tipo rector hasta el 0,75% en su reunión de agosto, confirmando el proceso de normalización monetaria gradual y limitada que había anunciado. Por su parte, la Fed ha seguido avanzando en su senda de subidas graduales de los tipos de interés, en un contexto de fuerte dinamismo económico, inflación en torno al objetivo de política monetaria y normalización del mercado laboral. El tipo de interés de referencia ha finalizado el año en el 2,25-2,50%, frente al 1,25-1,50% de finales de 2017 (G8). Por último, el Banco de Japón ha mantenido sin cambios

el tipo de interés rector en el -0,10%, al tiempo que ha ido reduciendo las compras de deuda pública de forma no explícita. En julio introdujo una mayor flexibilidad en las compras de deuda pública, permitiendo una mayor desviación del objetivo de rentabilidad de la deuda a 10 años (del 0,00%), hasta el 0,20%.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo han mostrado un comportamiento distinto en Estados Unidos y en Alemania (G9). La rentabilidad de la deuda pública estadounidense ha finalizado por encima del cierre de 2017. Esta evolución responde a factores como las subidas de tipos de interés implementadas por la Fed, el carácter expansivo de la política fiscal o la fortaleza de la actividad y del mercado laboral. La rentabilidad se vio presionada a la baja en la parte final del año afectada por el mal comportamiento de los activos de riesgo y la caída del precio del crudo. En el caso de la deuda pública alemana, la

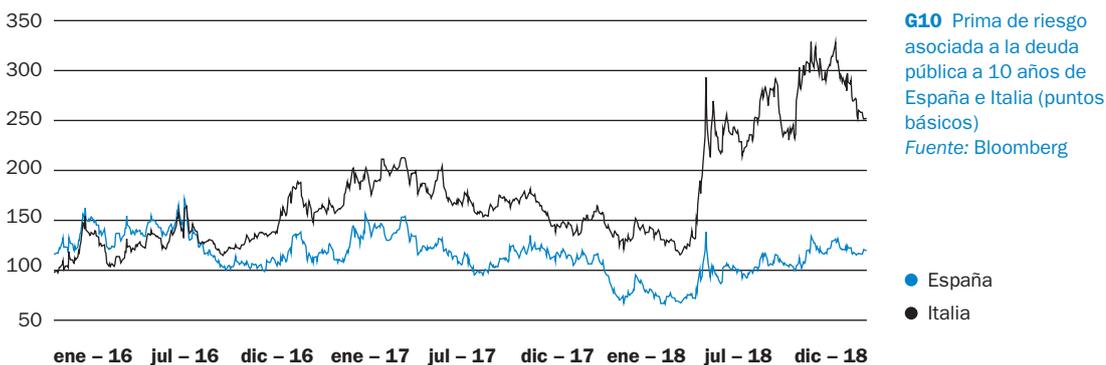


rentabilidad ha retrocedido respecto a finales del ejercicio 2017, registrando niveles muy reducidos. La situación política en Italia o la situación de los mercados financieros a finales de año han sido algunos de los factores que han influido en la misma. De esta forma, el diferencial en la rentabilidad entre ambos bonos (alemán y estadounidense) se ha situado en máximos desde el inicio de la Unión Monetaria Europea.

Las primas de riesgo soberanas de España y Portugal han cerrado el año en unos niveles similares al año anterior. Las mejoras en la calificación crediticia y el ciclo expansivo de ambas economías han supuesto una presión a la baja para las primas de riesgo. En sentido contrario, las tensiones comerciales y la importante incertidumbre

política habida en Italia supusieron una presión al alza. En Italia, el contexto político ha provocado un significativo repunte de la prima de riesgo, que alcanzó máximos desde 2013. Ello ha sucedido a pesar de haber retrocedido en el tramo final del año ante el mayor compromiso del Gobierno de este país con el rigor fiscal (G10).

En lo correspondiente a las divisas, el dólar se ha apreciado frente al euro, tras llegar a depreciarse a principios de año hasta niveles no observados desde finales de 2014. El dólar se ha visto apoyado por la ampliación del diferencial de tipos de interés, el ruido político en Italia, la incertidumbre alrededor del *brevit* y la mayor aversión al riesgo ante las disputas en el ámbito comercial (G11). La libra esterlina, por su parte, no ha mostrado una tendencia



clara frente al euro y se ha mantenido la mayor parte del tiempo en el rango 0,87-0,90. Además del *brexit*, la libra se ha mostrado sensible a las expectativas sobre los tipos de interés del Banco de Inglaterra y a la inestabilidad política interna (G12). El yen ha cerrado el ejercicio en niveles más apreciados que los del cierre del año anterior en su cotización frente al dólar. En el tramo final del año, la creciente volatilidad e inestabilidad en los mercados financieros ha representado un factor de apoyo para la moneda nipona.

La renta variable se ha visto afectada negativamente, además de por el tensionamiento de las condiciones globales de financiación, por la guerra comercial, especialmente en aquellos sectores más expuestos a la misma, como el

sector autos y el de tecnología. Numerosas compañías internacionales han rebajado sus expectativas de beneficios a raíz del impacto de las contiendas comerciales. En la zona euro, la inestabilidad política en Italia y el intenso repunte de la prima de riesgo del país han lastrado la evolución del sector bancario. El IBEX 35 y el MIB italiano han sido los índices que peor lo han hecho en este contexto, junto al DAX alemán, que se ha visto afectado por la importancia del sector autos (G13).



G13 S&P 500
Fuente: Bloomberg

Mercados financieros de países emergentes

Los mercados financieros de los países emergentes se han mostrado especialmente sensibles a los episodios de aversión al riesgo relacionados con Argentina y Turquía. En el caso de Turquía, la destacada depreciación de la lira turca y el fuerte aumento de la prima de riesgo corporativa que tuvo lugar en agosto llegó incluso a impactar temporalmente en activos financieros de países desarrollados. Al margen de lo anterior, también han supuesto factores de

lastre para los mercados emergentes: (i) la inestabilidad política doméstica en algunas economías; (ii) el giro de los bancos centrales de los países desarrollados, y (iii) el proteccionismo impulsado por Trump. En este contexto, la prima de riesgo agregada para los países emergentes ha llegado a alcanzar máximos desde principios de 2016. En el caso particular de México, el peso se ha visto sometido a una elevada volatilidad y a presiones depreciatorias a raíz de la incertidumbre política. En este contexto y con una inflación por encima del objetivo de política monetaria, el banco central ha continuado aumentando el tipo de interés oficial (G14).



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, aumentado su rentabilidad y ha seguido avanzando en la reducción de la morosidad en 2018. Así, el promedio de la ratio de capital de mayor calidad (CET1, *fully-loaded*) alcanzó el 14,5% en septiembre de 2018, frente al 14,3% de septiembre de 2017. La mejora de la solvencia de las entidades se evidenció en los resultados de los *stress tests* de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), donde todas las entidades analizadas tuvieron niveles de capital por encima del regulatorio, incluso en el escenario más adverso. Asimismo, la tasa de morosidad promedio de los bancos de la UE continuó su tendencia decreciente, alcanzando el 3,4% en septiembre de 2018 (4,2% un año antes), niveles mínimos desde que se armonizó la definición de préstamo moroso en 2014.

La rentabilidad ha mejorado en un entorno ligeramente más favorable, pero las autoridades alertan de que persisten riesgos en relación con la sostenibilidad de los modelos de negocio. La ROE se mantiene, en promedio, por debajo del coste de capital, si bien aumentó 1,2 puntos porcentuales a lo largo de 2018, hasta el 7,2% en septiembre. Estos avances han sido desiguales entre jurisdicciones e instituciones. Además, diferentes autoridades señalan que la incertidumbre política y geopolítica podría agravar los riesgos de un repunte repentino de las primas de riesgo y de la volatilidad, lo que consideran como la principal vulnerabilidad para el sector bancario europeo.

A nivel doméstico, las entidades españolas han mejorado su rentabilidad apoyadas por la continuada reducción de las pérdidas por deterioro de activos. Desde el valor máximo de activos dudosos observado a finales de 2013, este se ha reducido en algo más del 60% desde entonces, con una ratio de morosidad situada en el 6,4% en junio de 2018, 7,5 puntos porcentuales menos que la máxima alcanzada. Sin embargo, el entorno de bajos tipos de interés sigue condicionando los estrechos márgenes. En términos de solvencia, el nivel de la ratio de capital CET1 del 11,4% (media del sector a nivel doméstico) a junio de 2018 se encuentra claramente por encima de los mínimos regulatorios.

Entorno regulatorio

Unión bancaria

A lo largo de 2018, se ha avanzado en la finalización de la unión bancaria con las discusiones preparatorias para el establecimiento del pilar restante -el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés)- y con las propuestas sobre el establecimiento de un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución (SRF, por sus siglas en inglés).

En cuanto al EDIS, varias autoridades europeas se han pronunciado a lo largo del año a favor de avanzar hacia una mayor mutualización de riesgos tras los progresos realizados en la reducción de los mismos en el sistema bancario

europeo. Así, el BCE publicó en abril un estudio en el que apoyaba la propuesta de la Comisión Europea de 2015 que hace referencia al EDIS plenamente mutualizado, la cual consideraba adecuada en cuanto a la cantidad de recursos que tendría que tener y al sistema de contribuciones basadas en riesgo por parte de los bancos. Los avances en este ámbito se han limitado a la creación de varios grupos de trabajo de las autoridades que continuarán discutiendo y preparando la operatividad del EDIS durante el primer semestre de 2019.

El *backstop* del SRF sería articulado mediante una línea de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, por sus siglas en inglés). En este escenario, el ESM inyectaría los recursos necesarios en una resolución cuando se requiriesen para recuperar la estabilidad de la entidad tras (i) la absorción de pérdidas por parte de un porcentaje de los instrumentos de la entidad; y (ii) la inyección de recursos por parte del SRF.

El Consejo Europeo, en la reunión de diciembre, concretó los detalles del mecanismo de respaldo del SRF y acordó su implementación anticipada (antes de 2024), sujeto a que se hayan realizado suficientes avances en la reducción de riesgo para 2020. Asimismo, aprobó ampliar el papel del ESM en los programas de asistencia financiera y equiparó su tarea supervisora (enfocada al análisis de riesgos y acceso a los mercados financieros) a la de la Comisión Europea y el BCE (más enfocados en el análisis macroeconómico y la sostenibilidad fiscal).

De cara al futuro, el Consejo Europeo ha propuesto como áreas prioritarias para completar la unión bancaria: (i) medidas para la reducción del riesgo (préstamos morosos e insolvencia); (ii) medidas contra el blanqueo de capitales; y (iii) marco para la liquidez en resolución. Respecto a este último punto, se aspira a alcanzar un acuerdo institucional, aunque sin un plazo establecido, mientras que en cuanto al blanqueo de capitales, la Comisión Europea ha propuesto dotar a la EBA de poderes en este ámbito y armonizar la regulación existente a nivel nacional.

Unión de Mercados de Capitales

Las autoridades europeas han realizado escasos avances en la implementación de las medidas incluidas en la Unión de Mercados de Capitales (UMC), cuya finalización se esperaba inicialmente para marzo de 2019.

Las principales medidas adoptadas se han limitado a la publicación de los planes de acción sobre finanzas sostenibles y sobre *FinTech* de la Comisión Europea. Respecto a las finanzas sostenibles, la Comisión pretende involucrar al sector financiero en la financiación de las inversiones necesarias para cumplir con el Acuerdo de París (más del 1,0% del PIB de la UE cada año durante la próxima década), para lo cual se comprometió a establecer un marco regulatorio y definiciones claras sobre sostenibilidad de cara al tercer trimestre de 2019. En materia de *FinTech*, la Comisión Europea aspira a convertir Europa en un

centro mundial de tecnología financiera, para lo cual se comprometió a desarrollar campos de prueba regulatorios, aumentar la ciberseguridad y fomentar las nuevas tecnologías. Asimismo, el plan incluía normas para favorecer el crecimiento de las plataformas de microfinanciación colectiva en el mercado único de la UE.

Los escasos avances en la UMC durante 2018 llevaron a ocho países de la UE (Dinamarca, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia, Lituania, Suecia y Holanda) a reclamar la finalización de varios de sus aspectos: (i) la revisión de las normativas aplicables a los bancos de inversión y brókeres; (ii) el impulso para la creación de un mercado paneuropeo de *covered bonds*; y (iii) el impulso a las *FinTech* y a las finanzas sostenibles.

La urgencia en realizar avances en la UMC en 2018 se debe a la proximidad de la salida del Reino Unido de la UE (principal mercado de capitales de la UE) y de las elecciones al Parlamento Europeo (mayo de 2019), que supondrán una paralización legislativa.

Marco macroprudencial

Los países han seguido haciendo uso de la política macroprudencial en 2018, como complemento de la política monetaria en un contexto de tensionamiento de las condiciones financieras. En el caso de la zona euro, que cuenta con una política monetaria común, la política macroprudencial permite, además, un mayor margen de maniobra para los países, al poder atajar los riesgos relacionados con el ciclo financiero doméstico. Así, varias economías han activado o anunciado la activación del colchón de capital anticíclico y de medidas orientadas a sectores altamente endeudados (empresas en Francia y hogares en Portugal). Todo ello, con el fin de prevenir y mitigar riesgos sistémicos de naturaleza cíclica que pueden ser causados por el crecimiento excesivo del crédito a nivel agregado.

Después de varios años de desarrollo del marco macroprudencial para el sector bancario, las autoridades han pasado a poner el foco en el sector no bancario, donde consideran necesario ampliar los instrumentos macroprudenciales y adaptarlos a los riesgos específicos de esos agentes.

Por su parte, en España se ha reforzado el marco macroprudencial, con avances para el establecimiento de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que estará integrada por el Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España y la CNMV, y con la entrada en vigor de las nuevas herramientas macroprudenciales para los supervisores financieros sectoriales. De esta forma, España respondió a las recomendaciones de diversas autoridades internacionales de crear una autoridad macroprudencial independiente.

Marco regulatorio y supervisor

Durante el año 2018 entraron en vigor varios requerimientos regulatorios nuevos, como la norma contable IFRS 9 y la directiva de protección al inversor MiFID II/MiFIR.

Por su parte, el Mecanismo Único de Supervisión (MUS), la EBA y el Consejo Europeo presentaron propuestas para reducir los activos improductivos, tanto en términos de volumen como de flujo.

Las diferentes jurisdicciones han estado trabajando en la reforma de los índices de referencia. En Europa, el Reglamento de la UE sobre los índices de referencia (BMR), publicado en 2016 y en vigor desde comienzos de 2018 (con periodo de transición hasta finales de 2019), ha obligado a acometer la reforma del EONIA y las curvas EURÍBOR y a establecer índices de respaldo para ambos casos. En el caso del euríbor, el EMMI (la agencia encargada de su elaboración y publicación) está desarrollando una metodología híbrida para que el euríbor sea válido bajo la BMR. Por su parte, la incapacidad del EMMI de modificar el EONIA hizo que el BCE tomara la responsabilidad de publicar un índice alternativo (ESTER). Paralelamente, creó un grupo de trabajo junto con la industria, que adoptó el índice ESTER como sustituto del EONIA. Al mismo tiempo, comenzó a desarrollar las estructuras a plazo del ESTER y a preparar una transición fluida. La complejidad del proceso y los riesgos que conlleva hicieron que la industria reclamase una extensión de la transición de la BMR, que cuenta con el apoyo de la Comisión Europea y el Parlamento Europeo.

Las entidades financieras europeas han seguido preparándose para los requerimientos regulatorios de los próximos años, por ejemplo, emitiendo deuda con capacidad de absorción de pérdidas (MREL) y analizando la estructura de vencimientos de su pasivo para adaptarla al nivel de la ratio de financiación estable que probablemente entrará formalmente en vigor en 2021.

Por su parte, Estados Unidos avanzó en el proceso de desregulación financiera anunciado por el presidente Trump. La relajación de la regulación financiera posterior se centró en las entidades hasta un tamaño medio y estuvo encaminada a establecer una menor frecuencia en la realización de *stress tests*, modelos de cómputo de capital más flexibles y requerimientos de liquidez más favorables, entre otros.

Perspectivas para 2019

De cara a 2019, se espera que la (geo)política siga teniendo una influencia elevada en la economía y los mercados financieros dado el menor apoyo de los bancos centrales.

Cabe esperar que se siga avanzando hacia un orden global caracterizado por una menor cooperación multilateral. Esta transición, acompañada y reforzada por la revolución digital y las nuevas formas de comunicación, previsiblemente no estará exenta de conflictos internacionales (guerras comerciales, cambiarias, competencia fiscal, etc.). Es de esperar una mayor arbitrariedad en la política económica –menos centrada en criterios de eficiencia–.

En este contexto, se espera que los gobiernos prioricen sostener el crecimiento –aplicando políticas fiscales expansivas y procíclicas– frente a la estabilidad macroeconómica, lo que puede incrementar las vulnerabilidades a medio y

largo plazo. El entorno de crecimiento y de mayor uso de los recursos, junto al proteccionismo, es propicio para que la inflación subyacente se sitúe en niveles algo más elevados que en los últimos años.

Cabe esperar que persistan las turbulencias en los mercados financieros a medida que avanza el giro de los bancos centrales. Ello contribuirá a que las condiciones financieras estén más tensionadas que en años anteriores. El entorno es especialmente complejo para los activos que más se habían venido beneficiando del *search for yield*.

Por otra parte, se espera que la salida del Reino Unido de la UE sea ordenada, que China y Europa consigan mantener crecimientos económicos saludables pese a la guerra comercial, que Italia mantenga cierto rigor fiscal y que el tensionamiento financiero sea ordenado.

Respecto a España, cabe esperar que la economía mantenga una evolución relativamente favorable, con la demanda doméstica como principal motor de la actividad. En el Reino Unido, la economía seguirá condicionada por las consecuencias del *brexit* a pesar de que la salida sea ordenada. En México, se espera que el crecimiento económico se modere respecto a 2018, debido al efecto de una mayor incertidumbre en la gestión de la política económica.

En cuanto a los temas de regulación bancaria, cabe esperar que continúe la recalibración de las grandes reformas postcrisis. Entre las principales prioridades de los legisladores y supervisores de las diferentes jurisdicciones es de esperar que se encuentren la proporcionalidad en la regulación, el impacto financiero del cambio climático, la ciberseguridad, la transparencia, la protección al consumidor, el blanqueo de capitales y la competitividad de los sectores domésticos.