

1.1 Entorno internacional

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Según las estimaciones del FMI, la economía mundial avanzó un 3,6% en 2018, 2 décimas menos que en 2017. Entre las economías avanzadas, EE. UU. siguió liderando el ritmo de avance de la actividad y entre las emergentes destacaron las asiáticas, con tasas de crecimiento superiores al 5% en muchos casos. El ejercicio vino marcado por la presencia de varias fuentes de incertidumbre, entre las que destacaron las dudas relacionadas con las restricciones al comercio mundial, las tensiones en algunas economías emergentes como Turquía o Brasil, el *brexít* y la falta inicial de acuerdo entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea en relación con las cuentas públicas de esta economía europea. En este marco, prosiguió la normalización de la política monetaria en EE. UU., con cuatro subidas de tipos de interés en 2018, mientras en el Reino Unido el Banco de Inglaterra elevó los tipos de interés en el mes de agosto, siendo esta la segunda subida de tipos desde el inicio de la crisis financiera. Por el contrario, en Japón y en la zona del euro el tono de la política monetaria siguió inalterado en lo que respecta a los tipos de interés, pues permanecieron sin cambios, aunque el BCE puso fin al programa de compras de deuda a finales de año.

Los mercados financieros internacionales mostraron una trayectoria algo inestable en el ejercicio. Los tipos a corto plazo de las economías avanzadas siguieron el rumbo marcado por la evolución de los tipos oficiales, mientras que las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo experimentaron cambios poco relevantes en el año excepto en EE. UU. y en Italia, donde registraron un aumento considerable. Por su parte, en los mercados de renta variable las incertidumbres señaladas dieron lugar a caídas puntuales de las cotizaciones y a rebotes de volatilidad, que no impidieron revalorizaciones notables en las bolsas de EE. UU. y de Japón durante buena parte del año. Sin embargo, en su tramo final, la percepción sobre una posible desaceleración del crecimiento mundial más intensa de lo esperado provocó una caída generalizada de las cotizaciones en todas las áreas geográficas, lo que dio lugar a pérdidas anuales de diverso calibre en los índices más relevantes, superiores al 10% en la mayoría de los casos.

Las perspectivas de crecimiento para 2019 son menos favorables que en años previos (el FMI espera un crecimiento del 3,3%), pues buena parte de las incertidumbres del ejercicio pasado continúan presentes en este. Una de las fuentes de riesgo más relevante es la posibilidad de un recrudecimiento de las tensiones comerciales entre China y EE. UU., así como la salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea. Otras fuentes de riesgo geopolítico en algunas economías emergentes también pueden dar lugar a periodos de inestabilidad.

1.1.1 La economía internacional

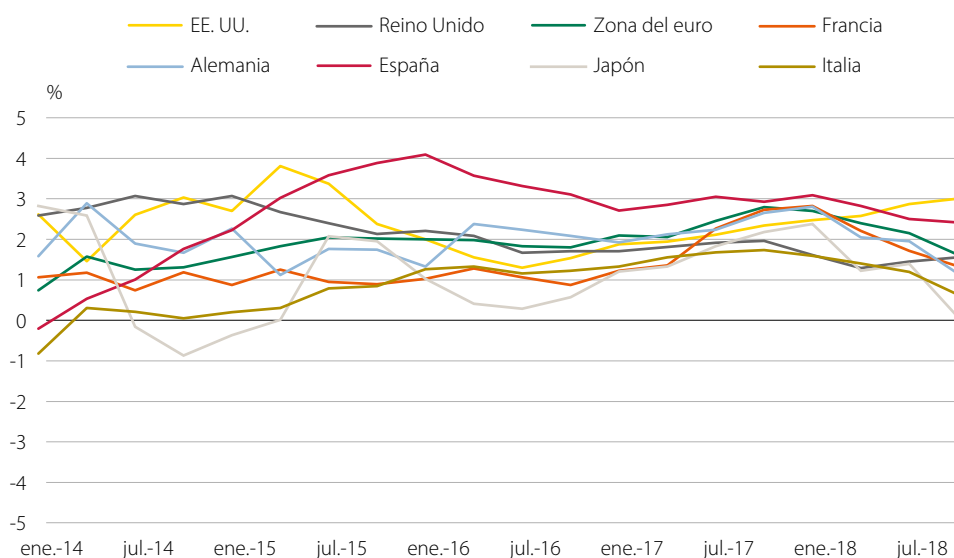
El crecimiento del PIB mundial se situó en el 3,6% en 2018, ligeramente inferior al de 2017

Según las estimaciones del FMI¹, la economía mundial creció un 3,6% en 2018, 2 décimas menos que en 2017. En las economías avanzadas el crecimiento fue del 2,2%, 2 décimas menos que en 2017, y en las emergentes fue del 4,5%, 3 décimas menos que en el ejercicio anterior. Las incertidumbres políticas presentes en el panorama económico y financiero internacional, junto con las restricciones a los intercambios comerciales y los efectos del giro de la política monetaria de EE. UU. en algunas economías emergentes, causaron esta desaceleración, que fue más intensa en las economías europeas.

Dentro de las economías avanzadas cabe destacar el progreso en EE. UU.; prácticamente la única de este grupo que experimentó una aceleración del crecimiento (del 2,2% en 2017 al 2,9% en 2018) debido al impulso de la política fiscal. Este mayor dinamismo contrarrestó buena parte de la ralentización del crecimiento de otras economías avanzadas. Así, en la zona del euro, el PIB aumentó un 1,8% en 2018, 6 décimas menos que en 2017, observándose una notable desaceleración del crecimiento de las economías más grandes (excepto España). Destacó la ralentización del avance del PIB en Alemania (del 2,5% al 1,5%), debido, entre otros factores, a la introducción del procedimiento de ensayo de vehículos ligeros armonizado a nivel mundial (WLTP, Worldwide harmonized Light-duty vehicles Test Procedure) y de las restricciones a los intercambios comerciales; en Francia (del 2,2% al 1,5%), afectada por la revuelta social de los denominados «chalecos amarillos» y en Italia (del 1,6% al 0,9%), influida por el aumento de los riesgos financieros. El avance en España también fue inferior al del año previo (2,6% frente al 3% de 2017), aunque la desaceleración fue menos intensa que en otras economías europeas. En el Reino Unido el crecimiento del PIB se situó en el 1,4% (1,8% en 2017).

PIB: variaciones anuales

GRÁFICO 1.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

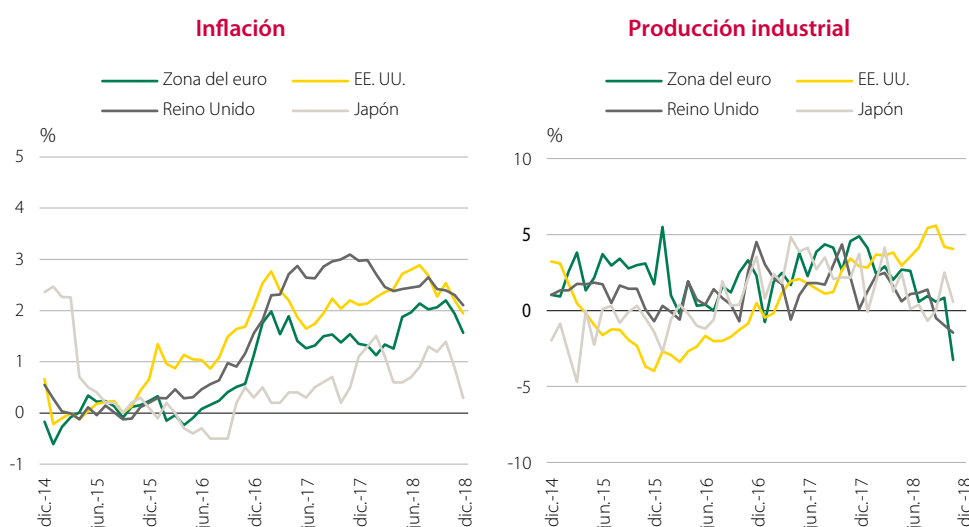
Las economías emergentes y en desarrollo también experimentaron una leve desaceleración, que fue más intensa en los países de Europa del Este. En conjunto, estos países registraron un crecimiento de un 3,6% (6% en 2017), con la crisis en Turquía como elemento diferencial. En cambio, las economías asiáticas emergentes crecieron un 6,4% (6,6% en 2017), gracias a la solidez de la actividad en la India, que mostró un registro anual del 7,1% y contrarrestó el menor ritmo de crecimiento en China (6,6% en 2018 frente a un 6,8% en 2017).

La inflación aumentó en torno al segundo cuatrimestre del año como consecuencia del encarecimiento del precio del petróleo en ese periodo

Las tasas de inflación de la zona del euro y de EE. UU. mostraron una tendencia alcista durante buena parte del año pasado debido al encarecimiento del petróleo². Las tasas más elevadas de inflación se observaron entre el segundo cuatrimestre y principios del tercero, con máximos interanuales del 2,9% en EE. UU. (julio) y del 2,2% en la zona del euro (octubre). En los últimos meses del año estas tasas disminuyeron y lo finalizaron en el 1,9% en EE. UU. y el 1,6% en la zona del euro. Las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los elementos más volátiles del índice (alimentos frescos y energía), registraron una evolución mucho más estable en 2018, aunque con un nivel más alto en EE. UU. En esta economía la inflación subyacente se situó en diciembre en el 2,2%, mientras que en la zona del euro quedaba en el 1,0%.

Inflación y producción industrial (% var. anual)

GRÁFICO 1.1.2



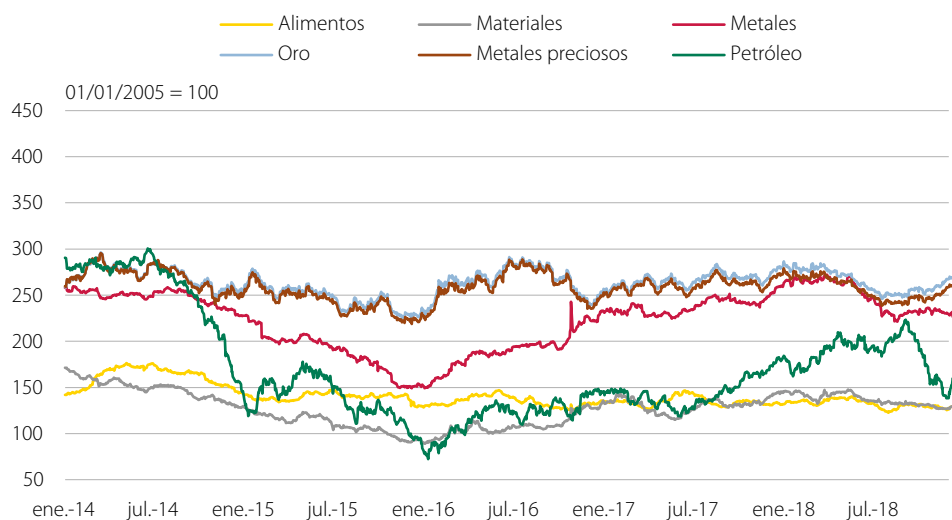
Fuente: Thomson Datastream.

En el Reino Unido la tasa de inflación comenzó 2018 en niveles cercanos al 3% y después descendió progresivamente, con algún pequeño repunte en el tercer trimestre, para finalizar el año con una tasa del 2,1% (véase gráfico 1.1.2). Por su parte, la inflación subyacente disminuyó desde el 2,5% al 1,9%. Finalmente, en Japón la inflación se situó a lo largo del año en valores que oscilaron entre el 0,3% y el 1,5%, sin mostrar una tendencia clara durante el mismo y con repuntes en el primer y tercer trimestre.

2 Entre febrero y octubre de 2018 el precio del petróleo en dólares aumentó un 28% y en euros, un 36%.

Precio de las materias primas

GRÁFICO 1.1.3



Fuente: Thomson Datastream.

En 2018 se acentuaron aún más las diferencias en el tono de la política monetaria entre EE. UU. y la zona del euro

El tono de las políticas monetarias aplicadas a ambos lados del Atlántico continúa siendo divergente, como consecuencia de las diferencias en la evolución de los precios y de la actividad económica en general en ambas zonas. En EE. UU., la Reserva Federal decidió aumentar los tipos de interés cuatro veces en el año basándose en la expansión de la actividad económica, las condiciones de su mercado laboral —próximo al pleno empleo— y la inflación. La última subida, que se produjo en diciembre, situó el tipo de interés oficial en una horquilla del 2,25-2,50%. La entidad continuó, además, con la disminución del tamaño de su balance³. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra también elevó los tipos de interés hasta el 0,75% en agosto (previamente, en noviembre de 2017, había incrementado en 25 puntos básicos [p.b.] el tipo de interés oficial hasta el 0,50%, siendo estas dos subidas de tipos las únicas desde el inicio de la crisis financiera). Con esta decisión, la autoridad monetaria trató de contener el aumento de la inflación, que a finales de 2018 se situaba cerca del objetivo del 2%, y de mantener el crecimiento económico y el empleo.

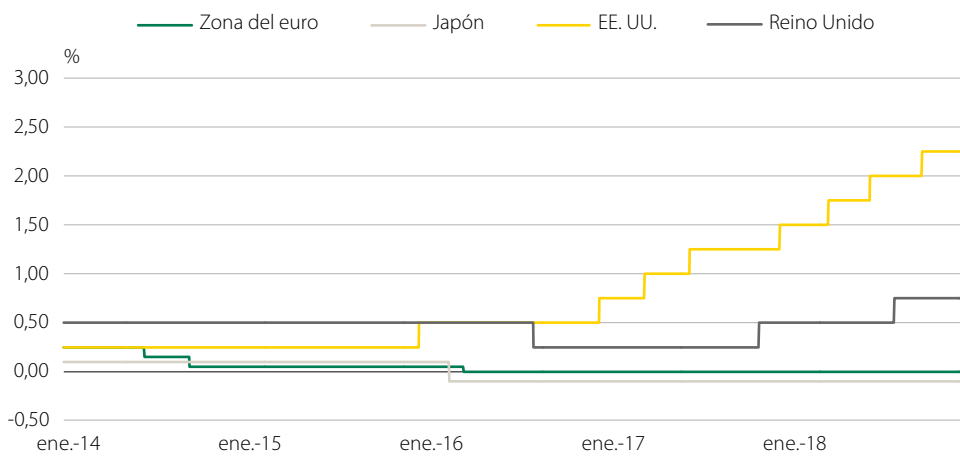
Por el contrario, en la zona del euro y en Japón se mantuvo el tono acomodaticio de la política monetaria. El BCE conservó inalterado el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25% respectivamente en todas las reuniones del ejercicio. A pesar de ello, la autoridad anunció en diciembre, como primera etapa del giro previsto en su política monetaria, la finalización ese mismo mes del programa de compras de activos, aunque comunicó que reinvertirá la deuda que venza durante un periodo de tiempo extendido y, en cualquier caso, siempre que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez adecuadas y un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria. Por su parte, los tipos de interés oficiales en Japón se mantienen en el -0,1% desde febrero de 2016, habiendo expresado su intención de mantenerlos

³ Este se ha reducido aproximadamente un 8,4% desde 2017.

inalterados durante un largo periodo de tiempo por la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios.

Tipos de interés de intervención

GRÁFICO 1.1.4



Fuente: Thomson Datastream.

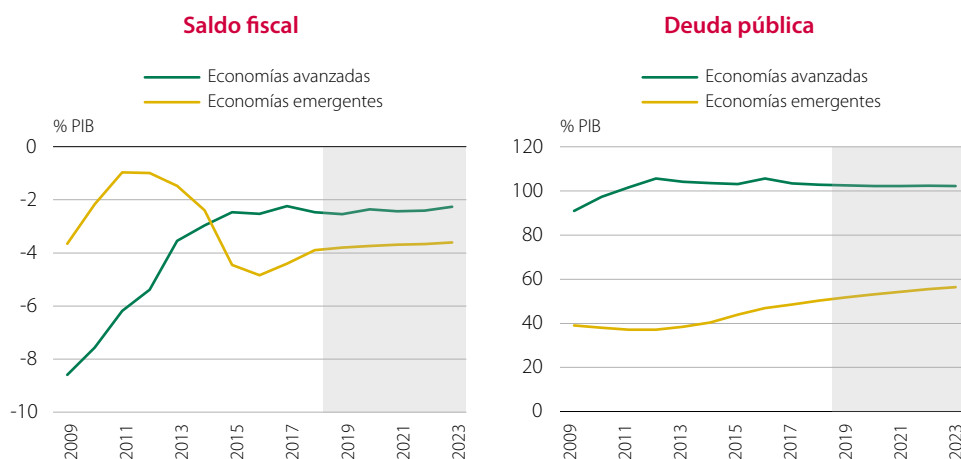
En 2018 el déficit público se incrementó ligeramente en las economías avanzadas y disminuyó medio punto en las emergentes

De acuerdo con las estimaciones del FMI, el déficit público agregado de las economías avanzadas se incrementó ligeramente en 2018 hasta situarse en el 2,5% del PIB (2,2% en 2017), mientras que el de las economías emergentes y en desarrollo se redujo 5 décimas, hasta el 3,9% del PIB. En el caso de las primeras, fue el tono expansivo de la política fiscal, especialmente en EE. UU., el que provocó el leve aumento del déficit público. En el conjunto de economías emergentes, pese a la caída del precio del petróleo en el segundo semestre del año, la senda de disminución del déficit público seguida en 2017 continuó en 2018. En cuanto a la evolución de la deuda pública, las economías avanzadas mostraron un muy leve descenso del cociente agregado (desde el 104,5% del PIB en 2017 hasta el 103,8% en 2018), mientras que las economías emergentes experimentaron un pequeño incremento de 2 puntos, hasta situarse en el 50,7% (véase gráfico 1.1.5).

El FMI pronostica una ligera reducción del déficit público tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, hasta el 2,3% del PIB en los próximos 5 años en las primeras y hasta el 3,6% en las segundas. En cuanto a la deuda pública, en las economías avanzadas se mantendría una tendencia descendente, aunque muy leve, manteniéndose en torno al 103% del PIB durante los próximos años. En cambio, la deuda pública de las economías emergentes seguiría una tendencia ascendente hasta el 57% del PIB.

Saldo fiscal público y deuda pública

GRÁFICO 1.1.5



Fuente: FMI.

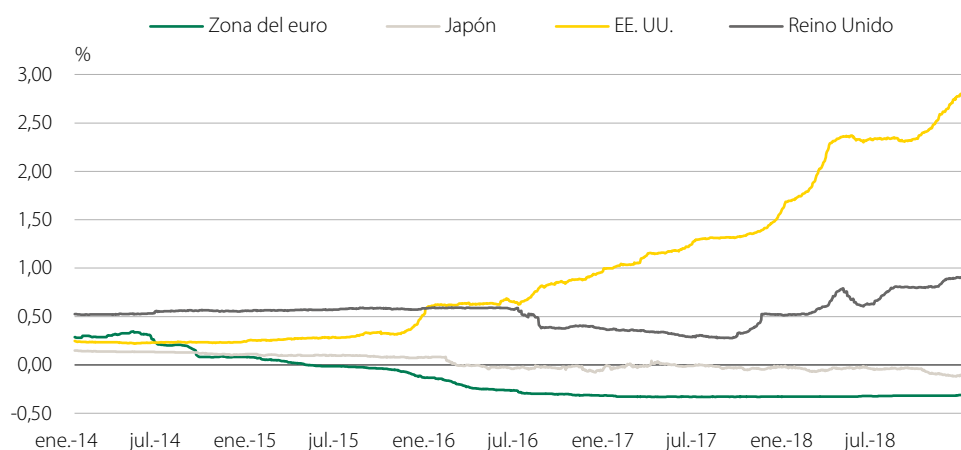
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

La diferencia entre los tipos de interés a 3 meses de EE. UU. y los de la zona del euro superó los 300 puntos básicos

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas continuaron divergiendo durante el año 2018, debido al ritmo diferenciado de normalización de la política monetaria aplicada por sus bancos centrales. En EE. UU. los tipos de interés a 3 meses mostraron una tendencia ascendente a lo largo del año, situándose en diciembre en el 2,81%, 111 p.b. más que a finales de 2017, en sintonía con las decisiones de la Reserva Federal, que, como se ha comentado en un epígrafe anterior, aumentó el tipo oficial cuatro veces en 2018. Estos niveles de los tipos a corto plazo fueron los más elevados de entre las economías avanzadas, estableciéndose una diferencia superior a 300 p.b. respecto a los de la zona del euro (véase gráfico 1.1.6.). En el Reino Unido, los tipos de interés a 3 meses también se incrementaron gradualmente en 2018, hasta el 0,91% en diciembre (39 p.b. más que a principios del año).

Tipos de interés a corto plazo¹ (3 meses)

GRÁFICO 1.1.6



Fuente: Thomson Datastream. (1) Libor a tres meses.

Por su parte, en Japón los tipos de interés a 3 meses mostraron una leve tendencia a la baja en 2018, más intensa en el último trimestre, y finalizaron el ejercicio en torno al -0,07% (-0,02% en diciembre de 2017). En la zona del euro los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron estables, alrededor del -0,32% durante todo el año, en línea con las decisiones adoptadas por el BCE.

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) pronostican que las diferencias en los tipos a corto plazo entre la zona del euro y EE. UU. tenderán a mantenerse en 2019. En la zona del euro se espera estabilidad en este aspecto durante el año, una expectativa coherente con la intención del BCE de mantener los tipos de interés oficiales en el 0% como mínimo hasta verano de 2019 o incluso más allá, a la vista de la ralentización de la actividad y de las declaraciones efectuadas por la propia entidad. En el caso de EE. UU., se espera también una etapa de pocas variaciones en los tipos a corto plazo, tras los numerosos incrementos de tipos por parte de la Reserva Federal efectuados desde 2016⁴, pues se abre un periodo de cierta ralentización de la actividad que demorará o, al menos, atenuará el ritmo y la magnitud de los aumentos a corto plazo.

Los mercados de deuda se caracterizaron por la estabilidad en el rendimiento de los bonos y los incrementos en las primas de riesgo

Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento relativamente estable durante 2018, con ligeros repuntes en los primeros meses del año y descensos entre noviembre y diciembre. El comportamiento en la última parte del ejercicio tuvo su origen en un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial y, en el caso europeo, además, en la confirmación de que los cambios en la política monetaria del BCE serían lentos y progresivos.

Tan solo en EE. UU. y, especialmente, en Italia se produjo un aumento de la rentabilidad en el conjunto del año, que fue de 28 p.b. en el primer caso (del 2,41% al 2,69%) y de 77 p.b. en el segundo (del 2,00% al 2,77%). En EE. UU. el aumento de los tipos de interés a largo plazo fue inferior al incremento de los tipos a corto plazo, por lo que se observó un aplanamiento notable de la curva de tipos de interés, que es compatible con unas expectativas de inflación, por el momento, relativamente contenidas. Existe una cierta preocupación respecto a la evolución de esta pendiente, puesto que en el pasado valores muy pequeños (en ocasiones negativos) de la diferencia entre la rentabilidad a 10 años y a 3 meses han tendido a preceder periodos de recesión de la economía. En el caso del bono italiano, el significativo aumento de su rentabilidad a largo plazo se explica, fundamentalmente, por la incertidumbre en torno a las cuentas públicas de la economía italiana y la falta de acuerdo entre su Gobierno y la Comisión Europea.

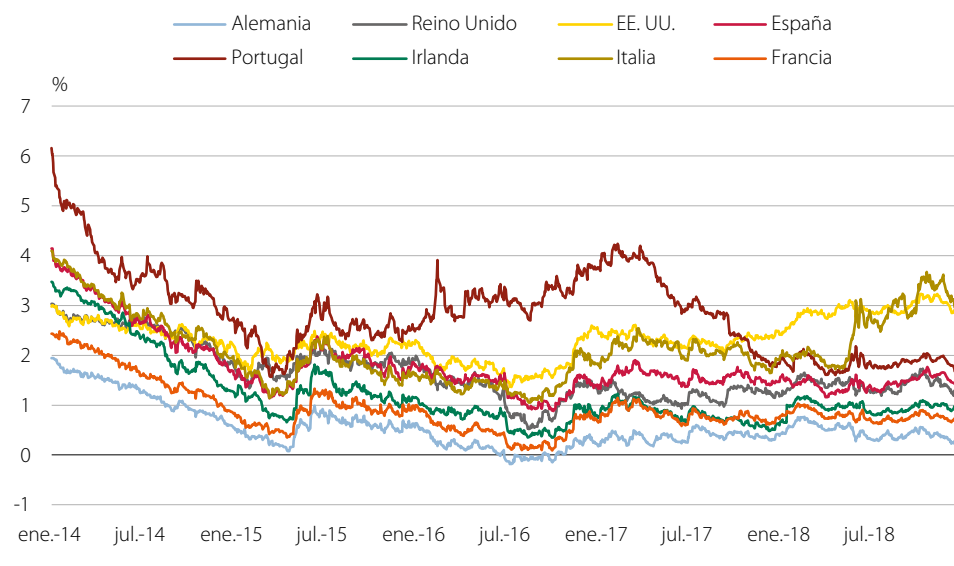
En el Reino Unido, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años se situó en diciembre en el 1,27%, frente al 1,19% de finales de 2017. Por su parte, en la zona del euro los tipos de interés a largo plazo, a excepción de Italia, registraron ligeros descensos durante 2018, que oscilaron entre los 8 p.b. en Francia y los 21 p.b. en Portugal (14 p.b. en España), con lo que a finales de diciembre de 2018 se situaron en el 0,71% y el 1,72%, respectivamente (1,42% en España). En el caso de Alemania, la

4 Desde diciembre de 2016 la subida acumulada del tipo de interés oficial es de 2 p.p.

consideración de activo refugio de su deuda puede explicar, al menos parcialmente, el descenso de su rentabilidad. Así el tipo de interés a largo plazo se situó en el 0,25% a finales de 2018 (18 p.b. menos que en 2017).

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 1.1.7



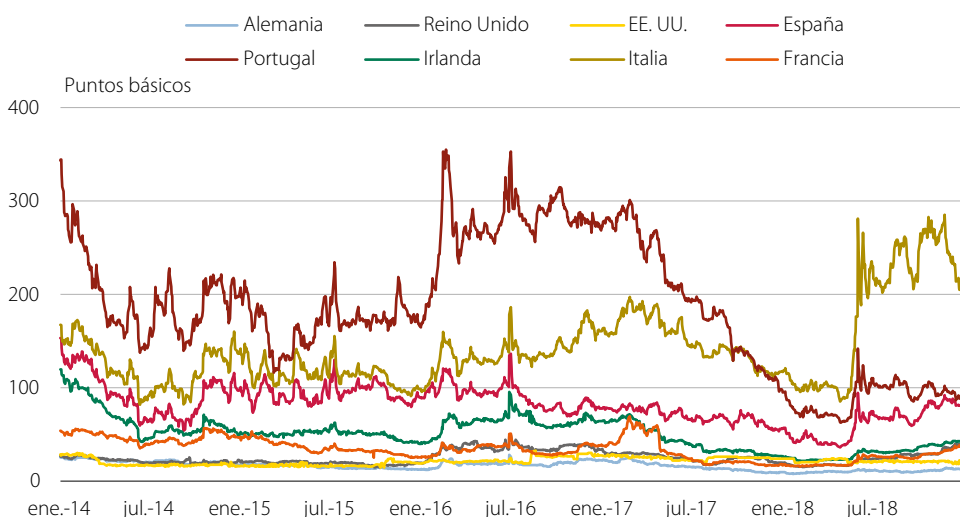
Fuente: Thomson Datastream.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos de CDS a 5 años) de las economías avanzadas aumentaron, en términos generales, a lo largo de 2018, coincidiendo con las correcciones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial; en el caso de los países periféricos de la zona del euro, esta circunstancia se vio agudizada por los resultados de las elecciones en Italia del mes de mayo. De esta forma, la prima de riesgo italiana medida de esta forma registró un primer repunte a finales de ese mes (hasta los 281 p.b., 163 más que a finales de 2017) y posteriormente entre octubre y noviembre debido a la falta de acuerdo entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea respecto de los presupuestos de 2019. A finales de año disminuyó la incertidumbre en esta materia, lo que permitió que la prima de riesgo descendiera hasta los 205 p.b. En España el aumento fue de 23 p.b., hasta los 80 p.b., y en Grecia la prima de riesgo alcanzó los 458 p.b. (76 p.b. más que a finales de 2017). Por su parte, en Portugal se incrementó 47 p.b. en los 5 primeros meses del año, hasta alcanzar los 142 p.b., y se redujo en los siguientes 7 meses, hasta los 89 p.b. En el resto de economías europeas, apenas afectadas por la incertidumbre en Italia, las primas de riesgo experimentaron una ligera subida gradual a lo largo de 2018. Así, por ejemplo, en Francia aumentó 21 p.b. y en Alemania y el Reino Unido 4 y 20 p.b., respectivamente. Por el contrario, la prima de riesgo soberano de EE. UU. se mantuvo prácticamente constante durante todo el ejercicio y se situó en 22 p.b. a finales de diciembre, tan solo 2 p.b. por debajo de los de finales de 2017 (véase gráfico 1.1.8).

Primas de riesgo de crédito de los CDS de bonos soberanos

GRÁFICO 1.1.8

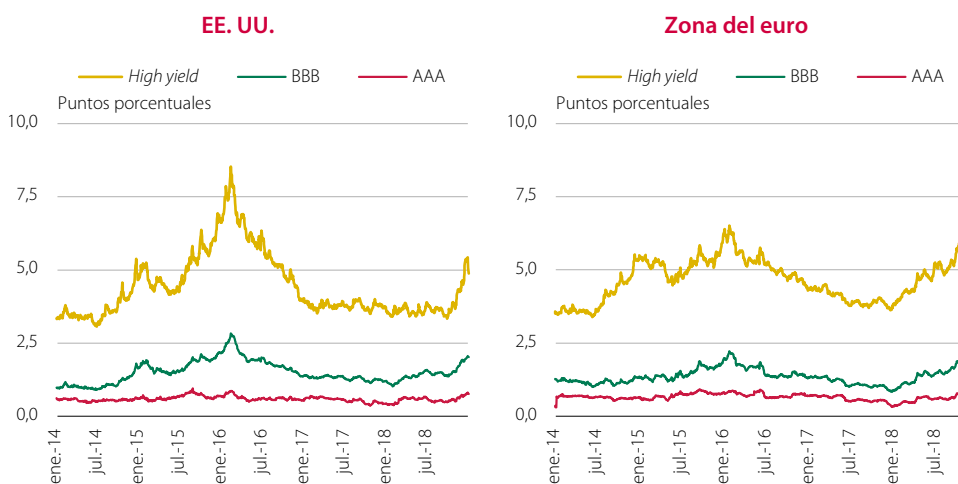
Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero



Fuente: Thomson Datastream.

En línea con el comportamiento de la deuda soberana, las primas de riesgo de las entidades de crédito de la zona del euro se incrementaron a lo largo de 2018, ya que se vieron afectadas por los mismos factores que contribuyeron al aumento de las primas de riesgo soberano: las perspectivas de un crecimiento menor, el aumento de la incertidumbre sobre las cuentas del sector público en Italia y el retraso en la normalización de la política monetaria del BCE. En este contexto, la prima de riesgo del conjunto del sector bancario en la zona del euro se incrementó desde los mínimos de finales de enero, cercanos a 65 p.b., hasta situarse en 155 p.b. a finales de diciembre. En EE. UU. también se produjo un avance de la prima de riesgo del sector bancario, de 33 p.b. a 72 p.b., que se concentró prácticamente en diciembre, cuando aumentaron las dudas sobre la intensidad de la ralentización económica.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa aumentaron durante 2018 en las principales economías avanzadas, especialmente en el segmento de peor calidad crediticia, después de dos años de descensos continuados. Estos incrementos fueron más moderados en EE. UU., donde a finales de diciembre la prima de los bonos *high yield* se situaba en 532 p.b., con lo que acumulaba un avance anual de 158 p.b. En el mismo periodo, la prima de riesgo de la deuda privada con peor calificación crediticia en la zona del euro mostró un avance sustancialmente mayor (227 p.b.), situándose en 618 p.b., como consecuencia del entorno de incertidumbre ya mencionado (véase gráfico 1.1.9).



Fuente: Thomson Datastream (índices BofA Merrill Lynch e IBOXX). (1) Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a 10 años (en el caso de la zona del euro se utiliza el bono alemán).

Descenso significativo de las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales en 2018

Las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales ascendieron a 2,04 billones de dólares en 2018, un 19,0% menos que en 2017. Por sectores, se observa que las emisiones de deuda disminuyeron en todos ellos a excepción del sector financiero, cuyas emisiones se situaron en 846.000 millones de dólares, un 16,0% más que al cierre del año anterior, como consecuencia del importante aumento registrado en Europa (véase gráfico 1.1.10).

En EE. UU. el volumen acumulado de emisiones netas en el año disminuyó de forma significativa hasta los 753.000 millones de dólares (1,12 billones de dólares en 2017) en un contexto de aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. La reducción se produjo tanto en el sector privado como en el público, siendo mucho más drástica en el primero de ellos, con una contracción de las emisiones del 39,5%, hasta los 544.000 millones de dólares en términos netos. De estos, 327.000 millones correspondieron al sector financiero, que ha emitido un 21,5% menos que en 2017. Por su parte, las emisiones netas de deuda soberana ascendieron a 209.000 millones de dólares en 2018, una cifra muy parecida a la de 2017 (tan solo 8.000 millones por debajo).

En Europa, por el contrario, las emisiones netas de deuda experimentaron un avance del 24,8% a lo largo de 2018 y se situaron en 308.000 millones de dólares. El impulsor de este crecimiento fue el sector financiero, cuyas emisiones netas se situaron en 213.000 millones de dólares, después de 3 años consecutivos de valores negativos, ya que muchas entidades aprovecharon las buenas condiciones de financiación existentes en el contexto de la prevista inminente finalización de los programas de financiación a largo plazo del BCE específicos para bancos. Por el contrario, las emisiones de las empresas no financieras registraron un importante descenso y se situaron en 124.000 millones de dólares, un 18% menos que en 2017, mientras que las emisiones netas de deuda soberana fueron negativas por primera vez desde el inicio de la crisis (-29.000 millones de dólares), ya que las emisiones brutas, que se redujeron un 5,8%, no superaron los vencimientos del año.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

Las bolsas internacionales cayeron de forma significativa por la presencia de incertidumbres de distinto tipo y se registraron rebotes puntuales de volatilidad

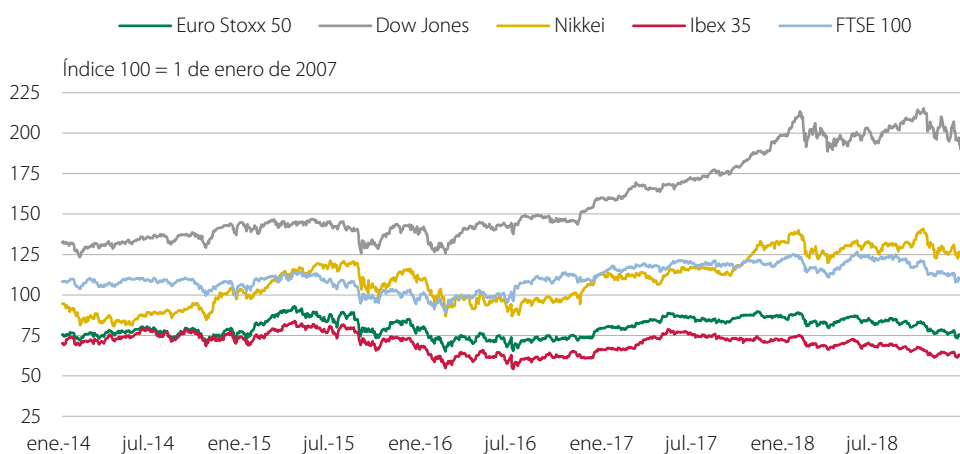
En el conjunto del año, los principales índices bursátiles registraron importantes descensos, debido a elementos de incertidumbre ya mencionados como la percepción de una desaceleración económica en las economías más importantes y la prolongación de las tensiones comerciales. Así, las mayores caídas se produjeron en las bolsas europeas, afectadas especialmente por las dudas en torno al *brexit* o la falta de acuerdo entre la Unión Europea y el Gobierno italiano en relación con su presupuesto. Las pérdidas oscilaron entre el 11% y el 18,3% (las del Ibex 35 fueron del 15%). En EE. UU., los descensos, que se concentraron en el tramo final del ejercicio, acabaron siendo más moderados, oscilando entre el 3,9% y el 6,2%, en un contexto caracterizado por el buen tono de la actividad económica y del mercado de trabajo, que muestra tasas de desempleo en mínimos desde 1969.

Los descensos generalizados de los principales índices bursátiles vinieron acompañados de unos niveles de volatilidad reducidos, si se considera la media anual en comparación con sus promedios históricos. Sin embargo, las turbulencias de los mercados en el primer y último trimestre del año dieron lugar a repuntes de volatilidad transitorios, hasta valores inferiores a los registrados en otros momentos de

incertidumbre. Así, por ejemplo, la volatilidad histórica del índice Dow Jones y la del índice Nikkei creció hasta valores cercanos al 30% y el 25% en febrero y en diciembre, frente a los promedios en el año del 15% y el 16,6%, respectivamente (véase gráfico 1.1.8). En las bolsas europeas, la volatilidad alcanzó máximos puntuales cercanos al 20%, con medias anuales ligeramente por encima del 10%, que son niveles bajos. De forma similar, los indicadores de volatilidad implícita registraron máximos temporales en los mismos meses, aunque el repunte de diciembre fue algo superior y se alcanzaron niveles próximos al 40% en algunos índices (por ejemplo, en el japonés Nikkei).

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

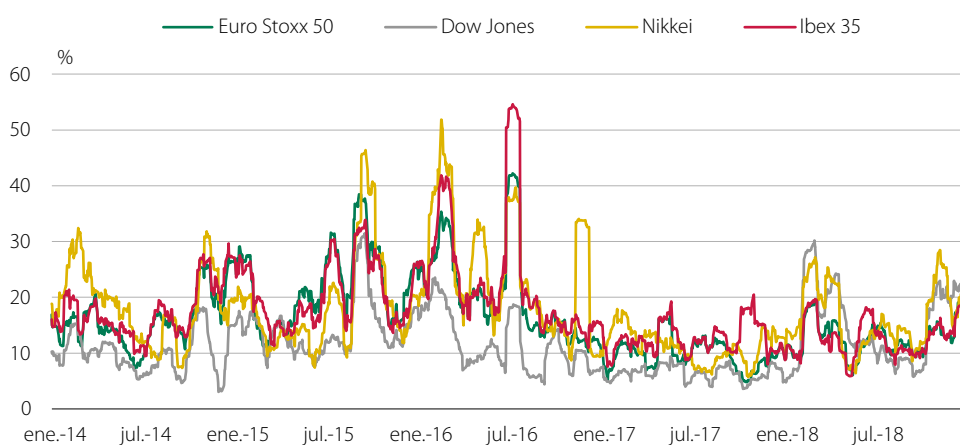
GRÁFICO 1.1.11



Fuente: Thomson Datastream.

Volatilidad histórica¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 1.1.12



Fuente: Thomson Datastream. (1) La volatilidad histórica del índice en el día t está calculada como la desviación típica de los rendimientos diarios del índice en las 20 sesiones anteriores a t.

Los mercados de renta variable: rentabilidad

CUADRO 1.1.1

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

Bolsa	Índice	Var. ¹ (%)				
		2014	2015	2016	2017	2018
Países desarrollados						
EE. UU.	Dow Jones Ind. A.	7,5	-2,2	13,4	25,1	-5,6
EE. UU.	Nasdaq Composite	13,4	5,7	7,5	28,2	-3,9
EE. UU.	S&P 500	11,4	-0,7	9,5	19,4	-6,2
Japón	Nikkei	7,1	9,1	0,4	19,1	-12,1
Reino Unido	FTSE 100	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-12,5
Zona del euro	Euro Stoxx 50	1,2	3,8	0,7	6,5	-14,3
Euronext	Euronext 100	3,6	8,0	3,0	10,6	-11,2
Alemania	Dax 30	2,7	9,6	6,9	12,5	-18,3
Italia	Mib 30	0,2	12,7	-10,2	13,6	-16,1
España	Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-15,0
Latinoamérica, Asia y Europa del Este						
Argentina	Merval	59,1	36,1	44,9	77,7	0,8
Brasil	Bovespa	-2,9	-13,3	38,9	26,9	15,0
Chile	IGPA	3,5	-3,8	14,2	35,0	-7,3
México	IPC	1,0	-0,4	6,2	8,1	-15,6
Perú	IGBL	-6,1	-33,4	58,1	28,3	-3,1
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	-4,8	2,4	3,3	21,8	-17,3
Hong Kong	Hang Seng	1,3	-7,2	0,4	36,0	-13,6
China	Shanghai Composite	52,9	9,4	-12,3	6,6	-24,6
Rusia	Russian RTS Index	-45,2	-4,3	52,2	0,2	-7,6

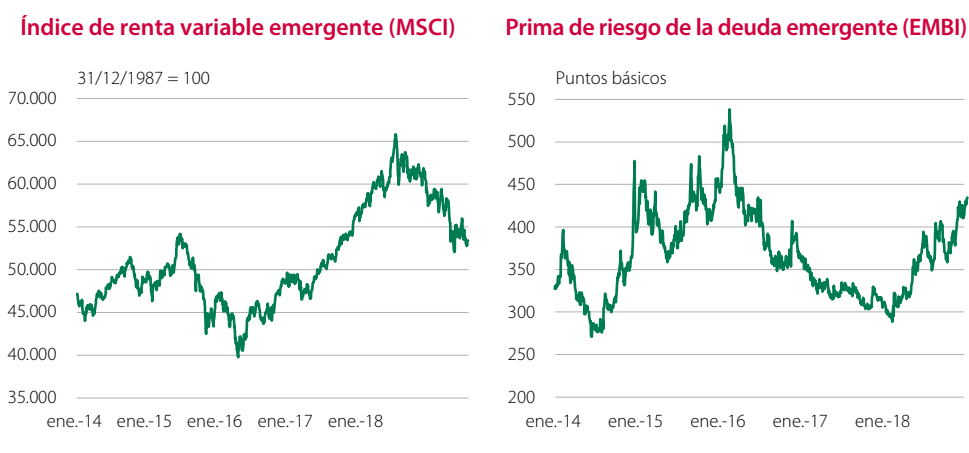
Fuente: Thomson Datastream. (1) En moneda local.

A lo largo de todo el año, el comportamiento de las economías emergentes estuvo marcado por la escalada de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. y por las incertidumbres observadas en países como Turquía o Argentina. Todo ello dio lugar a aumentos notables en las primas de riesgo y a retrocesos importantes en los precios de sus mercados bursátiles, en especial en la segunda mitad del ejercicio (el índice MSCI de renta variable emergente cayó un 8,7% en el segundo semestre). En el conjunto de 2018 el índice MSCI disminuyó un 12,3% y la prima de riesgo (EMBI) aumentó 123 p.b., de forma que a finales de diciembre esta se situaba en 435 p.b. (véase gráfico 1.1.13).

Como se observa en el cuadro 1.1.1, los mercados bursátiles de las economías emergentes mostraron, en general, notables retrocesos durante 2018. No obstante, en Latinoamérica, el índice brasileño Bovespa se revalorizó un 15% en el año, impulsado, en parte, por la positiva reacción del mercado a la victoria de Jair Bolsonaro en las elecciones generales de octubre. En Asia, donde se observaron pérdidas importantes en la mayoría de los índices de renta variable, destacó el Shanghai Composite, que disminuyó un 24,6% entre enero y diciembre. Por su parte, el índice ruso (RTS Index) mostró una evolución irregular a lo largo del año. En ausencia de mayores sanciones económicas internacionales, pero con un descenso en los precios del petróleo en el tramo final del año, este índice cedió un 7,6% en el conjunto del ejercicio.

En cuanto a la contratación de acciones, los datos de la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas muestran que los volúmenes de negociación de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) siguieron una evolución heterogénea por zonas geográficas a lo largo de 2018. Así, en EE. UU. se observó un aumento generalizado de la actividad de negociación, que alcanzó un volumen de 45,6 billones de euros, aproximadamente un 35% más que en 2017. Entre las plataformas europeas, el ascenso más notable se produjo en Deutsche Börse, con un aumento del 21,5% con respecto a la cifra de 2017, seguida de NYSE Euronext y Cboe Equities Europe, con aumentos en torno al 12%. Los volúmenes de negociación de los mercados de Londres y de Japón también aumentaron pero de forma más moderada. En el lado opuesto se volvieron a situar el SMN Turquoise, con un retroceso superior al 23%, y BME, con una disminución de aproximadamente un 9%.

Evolución de los mercados financieros en las economías emergentes GRÁFICO 1.1.13



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

En los primeros meses de 2019, los mercados de renta variable recuperaron buena parte de las pérdidas registradas en el ejercicio anterior (en muchos casos todas las pérdidas) tras conocerse la posición del BCE y de la Reserva Federal, más predispuestos a retrasar —en el primer caso— y a hacer más gradual —en el segundo— las subidas de tipos de interés en el actual contexto de desaceleración. También influyó un cierto avance en las negociaciones sobre los acuerdos comerciales entre China y EE. UU. y el hecho de que, tras las pérdidas de 2018, muchas compañías mostraban cotizaciones atractivas para buena parte de los inversores. En este contexto de revalorización de la renta variable, las bolsas más importantes registraron, en general, caídas en los volúmenes de negociación⁵. Con todo, siguen presentes diversas fuentes de incertidumbre que hacen que los mercados sean altamente sensibles a la aparición de nuevas informaciones, por lo que no se pueden descartar episodios puntuales de volatilidad, todo ello en un contexto de ralentización de la actividad económica mundial.

Las subidas de tipos en EE. UU. y las incertidumbres europeas pesan en la cotización del euro

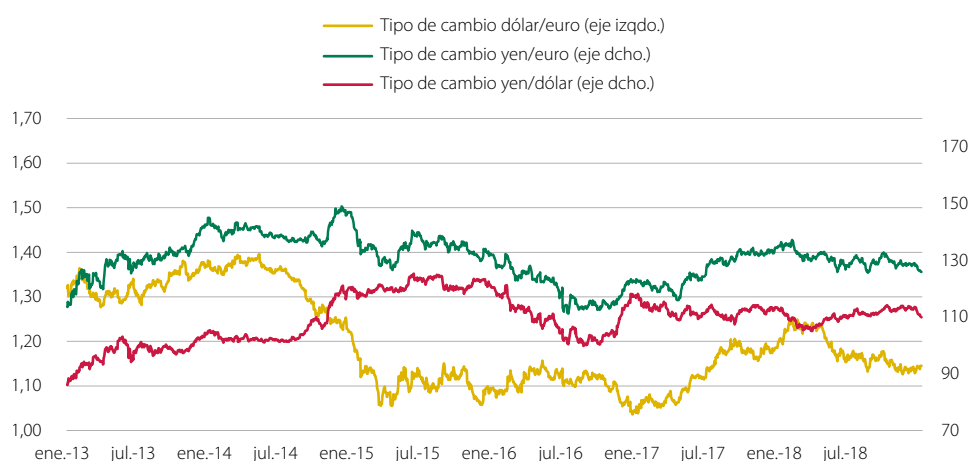
En los mercados de cambio, durante los primeros meses de 2018 el euro se apreció respecto a las principales divisas, pero después su depreciación fue predominante si

⁵ En algunos casos la caída de la negociación en el primer trimestre de 2019 fue superior al 15% interanual.

bien no muy intensa. En relación con el dólar, el tipo de cambio inició el ejercicio en 1,20 dólares por euro y se mantuvo por encima de esta cifra durante los 4 primeros meses del año, para iniciar posteriormente una tendencia depreciatoria y finalizar el ejercicio en torno a 1,15. En este cambio de tendencia influyó, por una parte, el atractivo de la divisa estadounidense como consecuencia del mayor rendimiento de sus activos y, por otra, la existencia de diversos elementos de incertidumbre en Europa (Italia y *brexit*), que debilitaron la cotización de la moneda europea. La evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro durante el año, con la ligera depreciación consiguiente de la divisa europea. Entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018, ese tipo de cambio pasó de 135 a 126 yenes por euro.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 1.1.14



Fuente: Thomson Datastream.

1.1.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones publicadas en abril de 2019 por el FMI, el crecimiento del PIB mundial seguirá ralentizándose este año y se situará en el 3,3%, para aumentar levemente después hasta el 3,6% en 2020. Estas previsiones implican una revisión a la baja con respecto a las que publicó en su informe de enero de dos décimas para este año y estabilidad respecto a la cifra esperada para 2020. Buena parte del menor ritmo de avance de la actividad se debe a las restricciones a los intercambios comerciales, a la pérdida de impulso de factores que en el pasado tuvieron una repercusión positiva y a la presencia de diversas fuentes de incertidumbre política y financiera. En las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se situaría en el 1,8% este año (2,2% en 2018), siendo el de la zona del euro de un 1,3% (1,8% en 2018) y el de EE. UU. de un 2,3% (2,9% en 2018). Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan el avance en un 4,4% para este año y en un 4,8% el año que viene (1 décima menos respecto a su previsión anterior en ambos casos).

Entre los riesgos más relevantes que se ciernen sobre este escenario cabe mencionar la incertidumbre acerca del futuro de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, y la posibilidad de que estas den lugar a un incremento del proteccionismo global. También son destacables las dudas sobre la evolución de algunas economías emergentes. En Europa, siguen presentes los riesgos relacionados con la posibilidad de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin haber alcanzado un acuerdo entre ambas partes (*brexit* duro) y con aquellos derivados de la acumulación de desequilibrios financieros

en un entorno prolongado de tipos de interés muy reducidos. Entre estos últimos destaca la mayor predisposición de algunos participantes a invertir en activos más arriesgados y a elevar su nivel de endeudamiento, riesgos que van a persistir a corto plazo, dado el previsible retraso en el proceso de subidas de tipos por parte del BCE.

1.2 Entorno nacional

En 2018 el entorno macroeconómico nacional fue favorable en su conjunto. Aunque a un ritmo más lento que en años anteriores, el PIB y el empleo continuaron en expansión, la inflación se mantuvo casi todo el ejercicio en valores inferiores al 2% —a pesar del encarecimiento del petróleo— y el déficit público se redujo por debajo del 3% del PIB. Las diferentes fuentes de incertidumbre que estuvieron presentes en 2018, algunas de carácter económico o financiero (acuerdos comerciales, problemas en economías emergentes y consolidación fiscal en Italia) y otras de origen político (*brexit*, Cataluña...), tuvieron un impacto relativamente limitado en la actividad económica española pero sí se hicieron notar en los mercados financieros. Así, los índices bursátiles no fueron ajenos a las caídas del resto de bolsas mundiales y las primas de riesgo experimentaron leves repuntes de carácter transitorio.

En este contexto, el PIB se incrementó un 2,6% en 2018 (3% en 2017), 7 décimas más que en la zona del euro, en un ejercicio de ralentización y de menor sincronía entre las economías más importantes. A pesar de la desaceleración económica, el número de empleados aumentó en más de 560.000, por lo que la tasa de paro media de 2018, aunque elevada, fue de casi 2 puntos menos que en 2017 y se situó en el 15,3% de la población activa. La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando como consecuencia del aumento de sus rentas, la disminución de sus deudas y el aumento de su riqueza. Sin embargo, su ahorro cayó hasta mínimos históricos, lo que sitúa a una parte de ellos en una situación vulnerable si cambian las circunstancias de la economía. Los bancos siguieron teniendo ciertas dificultades para incrementar su rentabilidad debido al reducido nivel de los tipos de interés, aunque se observó una consolidación en el ritmo de crecimiento del crédito en algunos segmentos y una disminución adicional de la tasa de morosidad.

En los mercados de deuda, las rentabilidades mostraron una evolución relativamente estable a pesar de las incertidumbres existentes. Las rentabilidades a corto plazo experimentaron pocas variaciones, en línea con la continuidad de la política monetaria adoptada por el BCE. En los plazos más largos, las rentabilidades de los activos de deuda pública, beneficiados por las mejoras recibidas en su calificación crediticia, descendieron en los primeros meses del año y después mostraron ciertos aumentos coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en Italia, que también propiciaron repuntes transitorios en la prima de riesgo. El balance anual fue prácticamente neutro, pues los tipos acabaron el año en niveles muy parecidos a los de 2017.

En los mercados de renta variable, el Ibex 35 experimentó un retroceso del 15%, similar al registrado en otras bolsas europeas de referencia, en un entorno de volatilidad relativamente baja y unas condiciones de liquidez favorables. Los mayores descensos, aunque revertidos parcialmente durante los primeros meses de 2019 por el buen comportamiento generalizado de los mercados⁶, se produjeron en el sector financiero y en el de bienes y servicios de consumo.

1.2.1 Entorno económico

La economía española creció un 2,6% en 2018 y aumentó el diferencial respecto a la zona del euro

En 2018, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2,6%, con lo que prolonga la senda expansiva que inició en 2014, aunque a un ritmo algo inferior al de años previos (3% en 2017 y 3,2% en 2016), en línea con el entorno de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 2,5% al 1,8% fundamentalmente por el negativo comportamiento de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,7 p.p.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la contribución del sector exterior, que no finalizaba el año en terreno negativo desde 2015, fue de -0,4 p.p. (5 décimas menos que en 2017). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una leve aceleración del crecimiento del consumo público entre 2017 y 2018 (pasó del 1,9% al 2,1%) y de la formación bruta de capital fijo (del 4,8% al 5,3%), mientras que la variación del consumo privado experimentó una leve desaceleración (pasó del 2,5% en 2017 al 2,3% en 2018). En cuanto a los componentes del sector exterior, tanto exportaciones como importaciones disminuyeron su ritmo de avance, afectadas por la situación del comercio internacional. Las importaciones crecieron un 3,5% (5,6% en 2017) y las exportaciones lo hicieron un 2,3% (5,2% en 2017). La mayor ralentización de estas últimas hizo que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera negativa durante todo el año pasado.

Indicadores de la economía española (tasas de crecimiento)

CUADRO 1.2.1

	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	1,4	3,6	3,2	3,0	2,6
Consumo privado	1,5	3,0	2,8	2,5	2,3
Consumo público	-0,3	2,0	1,0	1,9	2,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,7	6,7	2,9	4,8	5,3
bienes de equipo	6,0	11,8	5,3	6,0	5,4
Exportaciones	4,3	4,2	5,2	5,2	2,3
Importaciones	6,6	5,4	2,9	5,6	3,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,5	-0,3	0,8	0,1	-0,4
Empleo ¹	1,0	3,3	3,1	2,8	2,5
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,2	15,3
Índice de precios de consumo	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,7
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,1	1,2	2,3	1,8	0,8
Saldo AA. PP. (% PIB) ²	-6,0	-5,3	-4,5	-3,1	-2,5

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, Comisión Europea y Thomson Datastream. Tasas de variación anuales salvo indicación expresa en contra. (1) En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. (2) Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2015, 2016, 2017 y 2018 por una cuantía del 0,1%, 0,2%, 0,04% y 0,01% del PIB respectivamente.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido creció un 6,8% en 2018 (6,2% en 2017), y una desaceleración en el sector industrial (incluida la rama de la energía), que creció un 1,2% frente a un 4,4% en 2017. Por su parte, en el sector de los servicios y en las ramas primarias se registraron avances en el conjunto del año, siendo destacable el incremento en el valor añadido del sector primario, que pasó de caer en 2017 un 0,9% a cifras positivas en 2018 (1,8% de media anual). En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (2,5% en 2017), destacando el aumento de un 2,3% de las actividades financieras y de seguros (0,4% en 2017).

La tasa de inflación, que superó el 2% en los meses centrales de 2018 por el repunte de los precios de la energía, se fue reduciendo posteriormente a medida que la tasa energética se fue normalizando⁷. De media anual, la tasa de inflación se situó en el 1,7% (1,2% en diciembre), mientras que la tasa subyacente —IPSEBENE, que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados— se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,8% y el 1,2%), registrando una media anual de 0,9% (la misma tasa en diciembre). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro osciló en valores cercanos a 0 durante todo el año, para finalizarlo en un registro ligeramente negativo (-0,3 p.p.). De media anual, esta diferencia fue inapreciable, frente a las 5 décimas de media en 2017.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,5% de media en 2018, pero con algo menos de intensidad que en años previos (2,8% en 2017 y 3,1% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 566.200 (2,42 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 14,5% en el cuarto trimestre (16,6% a finales de 2017). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue ligeramente positiva en 2018, pues el aumento de la remuneración por asalariado fue algo mayor que el de la productividad aparente del trabajo.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2018 como consecuencia del crecimiento de la economía y del menor gasto por intereses de la deuda. El déficit público cerró el año en una tasa cercana al 2,5% del PIB (3,1% en 2017), compatible, por tanto, con la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. Todas las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit del Estado, que pasó del 1,9% en 2017 al 1,6% en 2018; el de las comunidades autónomas, que alcanzó el 0,2% (0,4% en 2017); y, en menor medida, el de las administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,41% (1,44% en 2017). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,6% al 0,5% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 97,1% del PIB (datos del cuarto trimestre), por lo que registra pocas variaciones desde mediados de 2014.

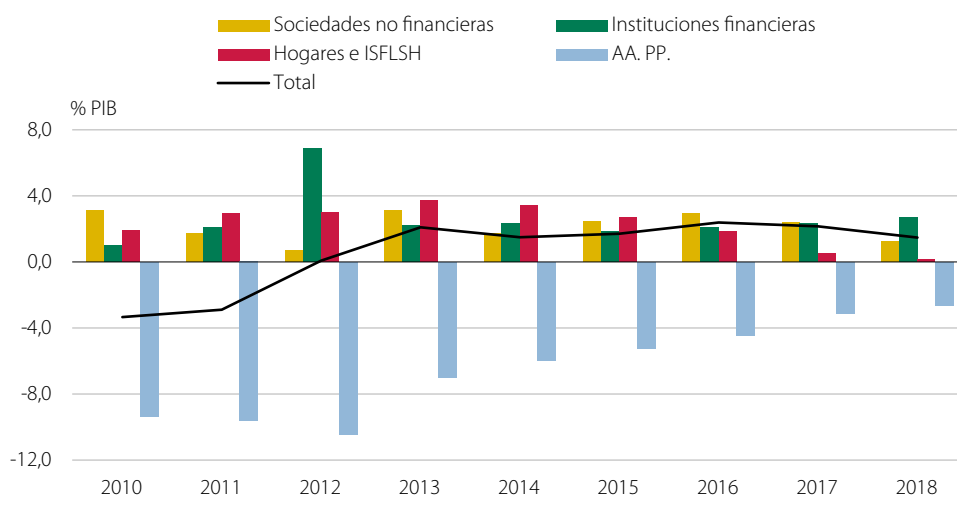
7 La tasa de variación interanual de los precios de la energía pasó del 12,0% en septiembre hasta el 2,1% en diciembre.

La capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo descendió en 2018 hasta el 1,5% del PIB

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

La recuperación de la inversión de la economía española en un contexto de estabilidad de su ahorro dio lugar a un pequeño descenso de su capacidad de financiación, que en 2018 se situó en el 1,5% del PIB (2,2% del PIB en 2017). Por sectores, cabe señalar el descenso, por sexto año consecutivo, de la necesidad de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.), en línea con la disminución del déficit público. En los sectores no financieros de la economía, se observó una disminución de la capacidad de financiación, que en el caso de los hogares se explica por el descenso de su tasa de ahorro. Por su parte, la capacidad de financiación de las sociedades no financieras disminuyó desde el 2,4% hasta el 1,3% del PIB, en línea con la recuperación de la formación bruta de capital fijo.

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española GRÁFICO 1.2.1



Fuente: Banco de España.

La situación patrimonial de los hogares continuó mejorando, pero su ahorro se situó en mínimos históricos

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2018. El descenso de la tasa de ahorro, que pasó del 5,5% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2017 hasta el 4,7% en el tercer trimestre de 2018, se explica por el dinamismo del consumo agregado en un contexto de leve aumento de la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 100,2% de la RBD a finales de 2017 hasta el 98,3% en septiembre de 2018, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La ratio de carga financiera descendió levemente (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%) por la estabilidad del coste medio de la deuda, en niveles reducidos dentro de un marco de rentas crecientes. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2018 (desde el 542,6% del PIB hasta el 553,1%) debido mayoritariamente a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera cayó ligeramente hasta el 182% del PIB.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 1,9% del PIB en 2018⁸ (1,5% en 2017), manteniendo la tendencia de años anteriores pero con importes, en general, más reducidos. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,2% del PIB) y la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (3,5% del PIB) y en acciones y participaciones (1,4% del PIB). Los hogares volvieron a adquirir participaciones en fondos de inversión, aunque por un importe algo menor que en años anteriores, influidos probablemente por las turbulencias de los mercados a finales de año. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 1,8% del PIB (2,4% en 2017).

En cuanto a las preferencias por el riesgo de los partícipes en fondos de inversión, continuó la propensión hacia las categorías de mayor riesgo, siguiendo la tendencia de los últimos años; no obstante, los volúmenes fueron más reducidos, pues el perfil inversor cambió en el tramo final de año coincidiendo con el periodo de fuertes caídas en las bolsas, que dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por categorías más conservadoras. En el conjunto de 2018, estas categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe cercano a los 6.800 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (cercano a los 17.600 millones de euros en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales, que superó los 9.400 millones de euros. Las suscripciones netas en fondos de renta variable, tanto mixta como euro e internacional, oscilaron entre los 1.790 y los 3.864 millones de euros dependiendo de la categoría.

Tendencias más recientes de las decisiones de ahorro e inversión de los hogares españoles

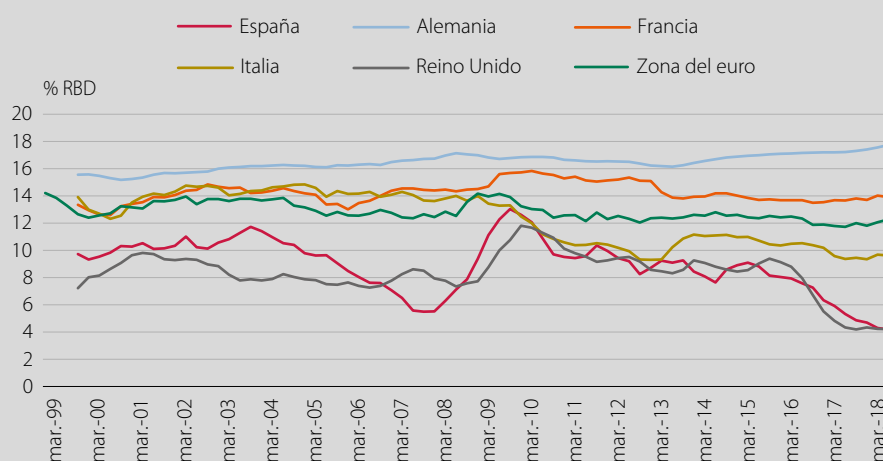
RECUADRO 1

Las decisiones de ahorro, endeudamiento e inversión de los agentes de una economía resultan determinantes a la hora de conformar el modelo de economía productiva de un país y también el grado de desarrollo de sus mercados financieros. En este recuadro se presentan las tendencias más relevantes de estas decisiones en relación con los hogares españoles, en comparación con los de otros países de nuestro entorno, y se apuntan posibles explicaciones sobre las diferencias encontradas.

Como se observa en el gráfico R1.1, en el periodo considerado (desde 1999) la tasa de ahorro de los hogares españoles ha sido sistemáticamente inferior a la del promedio de la zona del euro y a la de la mayoría de los países europeos analizados. Esta tendencia se ha mantenido incluso en los momentos de incremento del ahorro por motivos de precaución que se produjo tras la crisis financiera de 2008. Los datos correspondientes al tercer trimestre de 2018 indican que el ahorro se sitúa en el 4,2% de la renta bruta disponible (RBD), frente al 12,3% en la zona del euro. De forma paralela a este reducido nivel de ahorro, los hogares españoles se endeudaron significativamente más que los europeos hasta el inicio de la crisis (véase gráfico R1.2), cuando la brecha entre ambos alcanzó 40 p.p. de la RBD (134% en España y 93% en la zona del euro). Este endeudamiento se dirigió de forma mayoritaria a la adquisición de activos no financieros (en particular, viviendas), frente a otros activos.

Tasa de ahorro

GRÁFICO R1.1

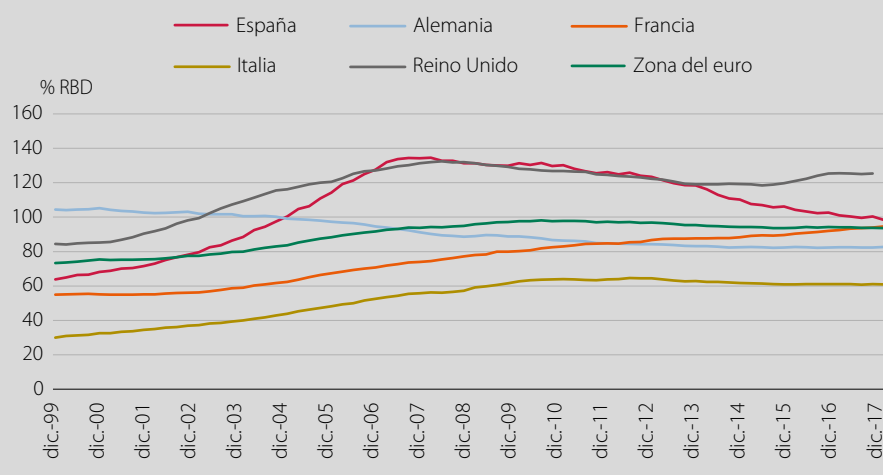


Fuente: Thomson Datastream.

Se puede argumentar que antes de la crisis se dio una serie de factores que permitieron e incluso intensificaron estas tendencias: i) la economía crecía a unas tasas significativas y las rentas en aumento de los hogares hicieron que estos tomaran decisiones de inversión más ambiciosas; ii) el descenso de los tipos de interés tras la incorporación a la zona del euro, junto con el fuerte aumento de la oferta de crédito, impulsaron significativamente el endeudamiento del sector privado; y iii) el régimen fiscal existente impulsó la adquisición de vivienda frente a otros activos y frente a la opción del alquiler. Tras la crisis, el estallido de la burbuja inmobiliaria y el notable incremento del desempleo, los hogares españoles iniciaron un fuerte proceso de desendeudamiento que sitúa ya el nivel de sus deudas en tasas muy cercanas a la media de la zona del euro, mientras que la tasa de ahorro se ha vuelto a situar en mínimos históricos. Es posible que una parte de la disminución del ahorro se pueda asociar con el elevado número de hogares con rentas reducidas, cuya capacidad de ahorro se ve muy limitada. Por otra parte, también existe la posibilidad de que un número relevante de hogares que durante la crisis habían aplazado el consumo de determinados bienes duraderos ahora puedan afrontarlo.

Tasa de endeudamiento

GRÁFICO R1.2

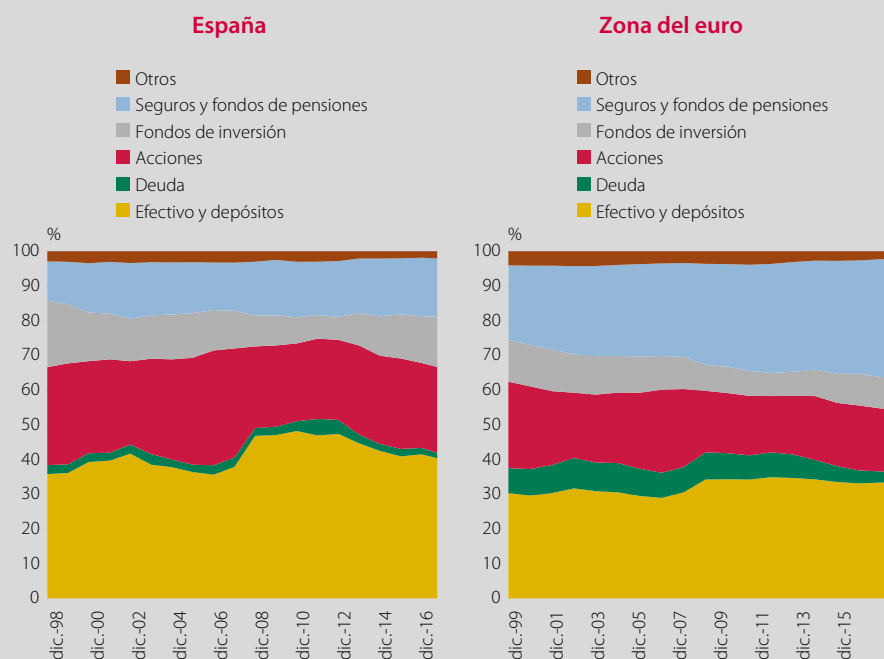


Fuente: Thomson Datastream.

Del comportamiento de los hogares se puede deducir que sus recursos han provenido de un ahorro doméstico pequeño y una deuda mayor, y que se han utilizado fundamentalmente para adquirir activos reales, mientras que la inversión en activos financieros ha sido mucho menos relevante. En términos agregados, los hogares españoles muestran un nivel de riqueza superior al de la media de la zona del euro, pero esto se debe exclusivamente al mayor peso de los activos reales (453% del PIB en España, frente al 271% en la zona del euro). Los activos financieros (netos) suponen un 95% del PIB, frente al 130% en la zona del euro. En relación con la inversión en activos financieros de los hogares, se observa que el volumen de la inversión de los hogares españoles en activos financieros ha sido inferior al de la zona del euro en todo el periodo considerado (entre 25 y 30 p.p. del PIB), pero que su composición no ha sido significativamente diferente, siendo cierto que la importancia relativa del efectivo y los depósitos es algo mayor en España, al igual que lo es la inversión en acciones y en fondos de inversión. Por el contrario, es inferior la inversión en seguros y en activos de renta fija (véanse los paneles del gráfico R1.3).

Descomposición del saldo de activos financieros por clase de activo

GRÁFICO R1.3



Fuente: BCE.

A corto plazo, una economía cuyos hogares ahorran sistemáticamente poco, se endeudan más y muestran una preferencia clara por los activos reales puede experimentar a corto plazo un crecimiento superior basado en la fortaleza del consumo, pero ello estaría acompañado de un desequilibrio entre la demanda nacional y la exterior y el crecimiento estaría algo sesgado hacia la construcción y las actividades inmobiliarias, que son sectores menos productivos. A medio y largo plazo las consecuencias parecen más bien desfavorables, en la medida en que este contexto favorece la acumulación de algunos desequilibrios financieros (exceso de apalancamiento) y la formación de

burbujas en el precio de los activos (inmobiliarios), que pueden ser insostenibles en un determinado momento y generar efectos negativos sobre los agentes de la economía y el crecimiento. Esta preferencia por la vivienda en propiedad también puede dar lugar a una oferta laboral con menos movilidad dentro del propio país. Finalmente, este modelo supone unos mercados financieros menos desarrollados, lo que tiene efectos claros en la evolución económica de cualquier país.

De cara al futuro, sería deseable que el ahorro de los hogares españoles fuera algo superior y que sus inversiones estuvieran más equilibradas entre los activos reales y los activos financieros. Esto permitiría, entre otras cosas, un mayor desarrollo de los mercados financieros y, a medio plazo, un crecimiento económico superior. Sin embargo, este proceso tiene al menos dos limitaciones a corto plazo: i) la elevada proporción de hogares de rentas menores, que no pueden elevar su ahorro y son más vulnerables en términos financieros y ii) el nivel de educación financiera de determinados estratos de la población, que condiciona sustancialmente sus decisiones de ahorro, endeudamiento e inversión. Finalmente, cabe destacar un gran reto que está ya presente en la sociedad, derivado del envejecimiento de la población en España. Cabe suponer que este proceso cobra una importancia creciente en las decisiones financieras de los hogares y que, previsiblemente, tendrá un impacto positivo en los mercados de capitales.

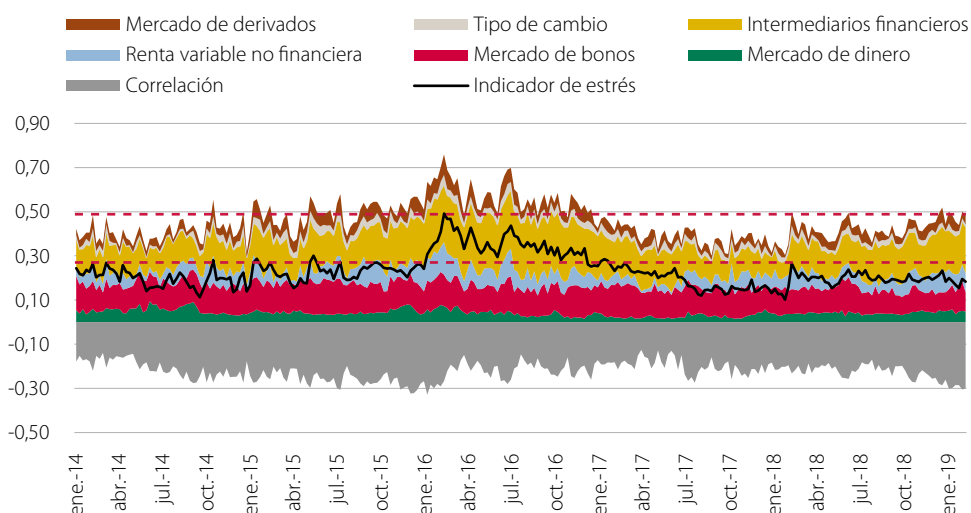
1.2.2 Entorno financiero

El indicador de estrés de los mercados financieros permaneció en niveles reducidos, aunque con ligeros repuntes puntuales a lo largo del año

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se mantuvo en niveles reducidos prácticamente todo el ejercicio, situándose en 0,18 a finales de diciembre (por debajo de 0,27 se considera que el estrés es bajo). El indicador mostró ligeros repuntes a lo largo de 2018, como el de febrero (hasta 0,27), debido a las turbulencias protagonizadas por las bolsas estadounidenses o, más avanzado el año, los de junio y octubre (hasta 0,24 y 0,22 respectivamente), que hay que relacionar con las dudas sobre las finanzas públicas en Italia y, en menor medida, con otras fuentes de incertidumbre (la denominada «guerra comercial», las tensiones en economías emergentes o la incertidumbre regulatoria). En general, el nivel de estrés más elevado se ha venido produciendo en el segmento de los intermediarios financieros, afectado por la caída prolongada de las cotizaciones de los bancos, y en el de renta fija, debido a repuntes puntuales de volatilidad y a la pérdida de liquidez de estos instrumentos. Este indicador, que la CNMV publica desde 2017, se basa en la información sobre primas de riesgo, volatilidad, liquidez y, también, caídas abruptas en los precios. Por ello, mide el estrés actual en el mercado, que —como en el resto de Europa— es muy reducido, pero no pronostica su futuro.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹

GRÁFICO 1.2.2



Fuente: CNMV. (1) Para una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics 14*, enero (1), pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (<http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/monografias.aspx>).

Las rentabilidades de la deuda experimentaron pocos cambios en el año y solo se produjo algún repunte temporal en los tramos largos por las dudas sobre Italia

En los mercados de deuda nacionales, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mostraron pocas variaciones en 2018, en línea con la política monetaria ultraexpansiva que mantuvo el BCE. Estos tipos de interés finalizaron el ejercicio en valores algo menos negativos que en 2017 aunque siguieron cerca de mínimos históricos. En particular, los tipos de interés de las letras a 3, 6 y 12 meses se situaron en el -0,55%, el -0,42% y el -0,37% respectivamente, por encima de los valores del cierre de 2017 (-0,62%, -0,54% y -0,47 respectivamente). Por su parte, los tipos a medio y largo plazo mostraron descensos sustanciales en los primeros compases del ejercicio por la mejora de la calificación crediticia del bono soberano⁹. Después, los momentos de mayor incertidumbre en relación con la sostenibilidad de las cuentas públicas en Italia y la falta de acuerdo con la Unión Europea y, en menor medida, otros acontecimientos dieron lugar a pequeños aumentos en la rentabilidad del bono a 10 años, que pasaba desde mínimos cercanos a 1,15% en marzo hasta niveles superiores a 1,6% a finales de mayo y a 1,75% en octubre. A finales de año, el acercamiento de posturas entre la economía transalpina y la Unión Europea y la perspectiva de una desaceleración económica más intensa de lo previsto, con sus previsibles efectos sobre la política monetaria, dieron lugar a descensos en las rentabilidades de la deuda a largo plazo, que en el bono a 10 años lo cerraba en el 1,42%, 15 p.b. por debajo de la cifra de finales de 2017 (1,57%).

La prima de riesgo de crédito soberano experimentó repuntes transitorios en 2018, como consecuencia de las incertidumbres mencionadas con anterioridad, y marcó un máximo anual de 134 p.b. en mayo. Posteriormente disminuyó de forma notable hasta

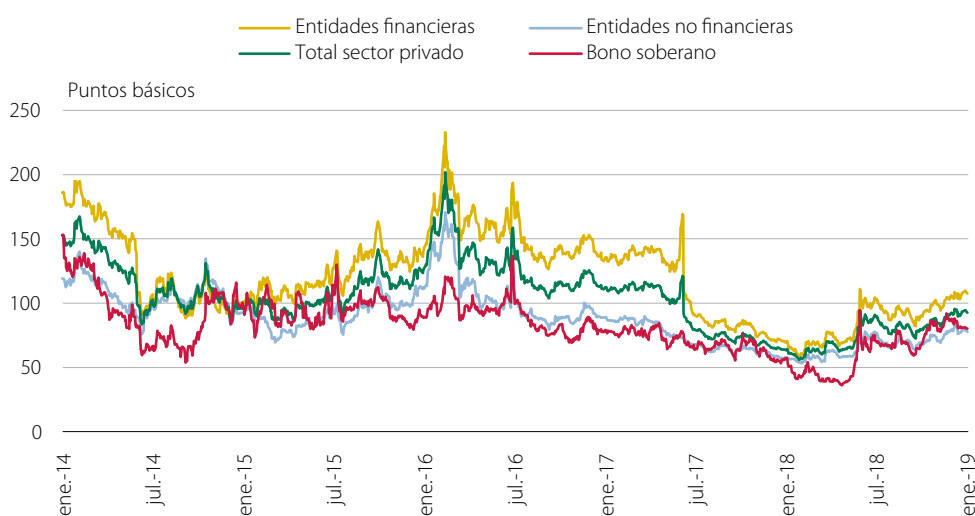
9 A finales de marzo, S&P mejoró el *rating* del bono soberano español de BBB+ a- (con perspectiva positiva) y, en abril, la agencia Moody's lo elevó desde Baa2 hasta Baa1 (perspectiva estable).

alcanzar un mínimo inferior a 90 p.b. en junio y, ya en el tramo final del año, tras experimentar ciertos altibajos relacionados con las dudas en torno a Italia, finalizó el ejercicio en 118 p.b. (4 p.b. más que a finales de 2017). El comportamiento de las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía fue más desfavorable que el del sector público, destacando las entidades financieras, cuya prima de riesgo aumentó prácticamente durante todo el año. Este indicador se vio perjudicado por la exposición de algunos bancos a economías emergentes con problemas (Turquía o Argentina), por la dificultad de incrementar su margen de intereses en el marco actual de tipos de interés reducidos y por algunas incertidumbres de tipo regulatorio y fiscal. Así, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 108 p.b., por encima de los 70 p.b. del inicio del año y la media de los de las entidades no financieras quedaba en 78 p.b., frente a los 58 p.b. de comienzos del ejercicio.

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

Prima de riesgo de los emisores españoles¹

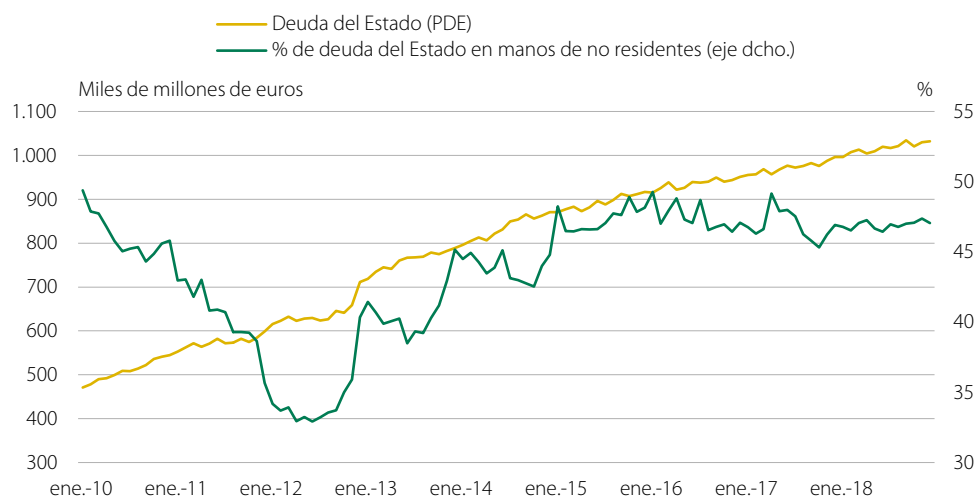
GRÁFICO 1.2.3



Fuente: Thomson Datastream. (1) Mercado de derivados de crédito. Vencimiento a 5 años. Media simple, salvo para el CDS del bono del Estado.

Deuda del Estado y porcentaje de deuda en manos de no residentes

GRÁFICO 1.2.4



Fuente: Banco de España.

En un contexto favorable para la emisión de activos de renta fija, y a pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades y las infraestructuras de mercado para facilitar

y abaratar las emisiones en los mercados nacionales, las empresas han seguido sustituyendo sus emisiones en España por emisiones en el exterior. Las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV descendieron un 8% en el conjunto del año, hasta los 101.076 millones de euros, mientras que las realizadas en el exterior crecieron un 5,4%, hasta los 89.358 millones de euros. No obstante, en el cuarto trimestre se apreció una reactivación de las emisiones registradas en la CNMV, gracias a varias emisiones de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización y, sobre todo, a una emisión de bonos de la SAREB por un importe cercano a 30.000 millones de euros.

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), que está destinado principalmente a la financiación de pymes mediante la emisión de títulos de renta fija y se enfoca a inversores institucionales, siguió en expansión en 2018. El importe nominal emitido el año pasado se situó por encima de 6.370 millones de euros, lo que supone un aumento del 60% con respecto al registro de 2017. La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (85%) realizadas por 28 sociedades, entre ellas algunas grandes compañías como El Corte Inglés, Elecnor, el Grupo Barceló o Sacyr. La negociación de valores admitidos a contratación en el MARF siguió realizándose mayoritariamente de forma bilateral.

El entorno de tipos de interés reducidos siguió lastrando la rentabilidad de los bancos, aunque se mantuvo la caída de la morosidad

A la espera de subidas en los tipos de interés oficiales —que según parece se van a retrasar a la vista del deterioro de la actividad en la zona del euro—, el sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de empresas *fintech*. Como nota positiva, cabe resaltar el hecho de que el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral siguen permitiendo descensos de la tasa de morosidad, que se situó en el 5,8% en diciembre (7,8% a finales de 2017), con lo que alcanza los mínimos de marzo de 2011.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unas ganancias de 12.378 millones de euros en 2018 (3.919 millones de pérdidas en 2017, afectadas por las pérdidas de Banco Popular, que se estiman en 12.000 millones de euros). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses: este se situó en 23.276 millones de euros en 2018 (23.225 millones en 2017). Los gastos de explotación disminuyeron ligeramente hasta los 25.987 millones de euros en 2018 (26.667 millones en 2017), siendo, por tanto, la significativa mejora de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos la que marcó el fuerte avance del beneficio agregado del sector (que se situó en máximos desde 2009).

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) continuó avanzando ligeramente en 2018 y superó el ritmo de crecimiento de 2017. En el caso de las sociedades no financieras, esta financiación aumentó un 1,2% en diciembre (0,4% en el mismo mes de 2017), debido al crecimiento de la financiación a través de valores distintos de acciones (9,4%) y de préstamos del exterior (4,3%). Por el contrario, la financiación a través de préstamos de entidades de crédito residentes cayó un 2,0%. Por su parte, la financiación a los hogares se incrementó un 0,15% en diciembre, con lo que se revirtió la tendencia de los últimos años (-1,3% y -0,6%

en 2016 y 2017 respectivamente). La expansión del crédito destinado a consumo (4,8%) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda.

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, disminuyó en 2018 hasta 2,58 billones de euros (2,65 billones en 2017), con lo que retomó la tendencia descendente iniciada en 2012 e interrumpida temporalmente en 2017. Algunas de las fuentes de financiación más importantes —como, por ejemplo, los depósitos de los hogares y las empresas residentes, o la que procede del Eurosistema¹⁰— registraron descensos. El patrimonio neto de los bancos experimentó una leve disminución en 2018, que fue mucho más acusada en la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos.

Los beneficios de las sociedades cotizadas no financieras cayeron en 2018 por el comportamiento desfavorable de unas pocas compañías

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de 4 sociedades¹¹ (de un total de 119), el beneficio agregado total habría crecido un 4,9%, una tendencia que estaría más en línea con el dinamismo de la actividad doméstica. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas industriales, cuyos beneficios crecieron un 8,4% en el ejercicio, hasta superar los 5.700 millones de euros, y en las empresas del sector del comercio y los servicios (descontando las cifras de Abengoa), con un aumento del resultado del 7,8%. En el caso de las empresas del sector de la energía, el beneficio consolidado del ejercicio creció un 4,2%¹². En las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias se observó una caída significativa del beneficio agregado, que también estuvo concentrado en pocas entidades¹³, aunque se apreció una homogeneidad superior en la evolución de las cuentas (los beneficios disminuyeron incluso descontando los de las entidades más grandes).

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 1.2.2

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Energía	11.562	9.571	10.043	7.739	9.727	5.773
Industria	7.491	7.560	6.753	7.162	5.269	5.714
Comercio y servicios	15.158	15.959	17.651	12.669	13.588	8.540
Construcción e inmobiliario	5.877	5.370	4.958	4.397	5.009	2.124
Total agregado	40.088	38.460	39.405	31.967	33.593	22.150

Fuente: CNMV.

10 La financiación procedente del Eurosistema (descontando el importe de los programas de compra de deuda) se situaba a finales de 2018 en 143.000 millones de euros (164.000 millones en 2017).

11 Naturgy (energía), Abengoa (comercio y servicios), OHL y Ferrovial (ambas del sector de la construcción y los servicios inmobiliarios).

12 Excluyendo las pérdidas de Naturgy, que se situaron cerca de los 2.600 millones de euros en 2018.

13 OHL, Ferrovial y Colonial.

Por su parte, el nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras mostró una variación muy pequeña en 2018, con un aumento del 0,7%, hasta situarse algo por encima de los 230.000 millones de euros. Esta tendencia tuvo su origen en el avance de las deudas de las compañías del sector del comercio y los servicios, cuyo nivel pasó de 81.185 millones en 2017 a 84.871 en 2018, y, en menor medida, de las empresas industriales (de 19.707 millones a 21.125 millones). Por el contrario, el nivel de las deudas de las compañías energéticas y de las pertenecientes a la construcción y las actividades inmobiliarias disminuyó en el conjunto del ejercicio. La ratio de apalancamiento agregada, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, apenas cambió en 2018, al pasar de 0,97 a 0,98. A finales de año, la ratio más reducida correspondía a las empresas industriales (0,57) y a las relacionadas con el negocio de la energía (0,73). Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, evaluada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un leve deterioro por la caída de los márgenes ya comentada.

El Ibex 35 cayó un 15% en 2018, en línea con otras bolsas europeas, afectado por varias fuentes de incertidumbre internacionales y domésticas

En los mercados de renta variable nacionales, el Ibex 35 finalizó el ejercicio con un retroceso destacable —del 15%, en línea con el comportamiento de la mayoría de las referencias europeas (véase sección 1.1)— debido a varias incertidumbres expuestas con anterioridad, entre las que destaca la exposición de las compañías españolas a activos de deuda italianos y a varias economías emergentes con dificultades, las restricciones a los intercambios comerciales, las dudas sobre el acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea y algunas inseguridades fiscales y regulatorias. Por sectores, se observaron avances en el sector del petróleo y la energía, mientras que los retrocesos se concentraron en las empresas del sector financiero y en el de servicios y bienes de consumo.

Las empresas de pequeña capitalización, que habían tenido un buen comportamiento en la primera mitad del año, cayeron con fuerza hasta presentar pérdidas en el conjunto de 2018 por la posible repercusión que la desaceleración de la economía española podría tener sobre sus cuentas y la dificultad de compensarla con otros negocios en el exterior. Por otro lado, los índices de valores latinoamericanos que cotizan en euros también presentaron incrementos notables en 2018 en un entorno de elevada volatilidad de algunos tipos de cambio de las divisas latinoamericanas respecto al euro (los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top obtuvieron ganancias del 10,3% y el 14,8%, respectivamente).

La capitalización de las bolsas descendió por primera vez, tras 6 años consecutivos de avances, hasta alcanzar un importe aproximado de 593.000 millones de euros, un 15% menos que el ejercicio anterior. El retroceso se debió fundamentalmente a la caída de las cotizaciones de las acciones, apoyado por la menor captación de fondos a través de las ampliaciones de capital (7.389 millones, un 71% menos que en 2017).

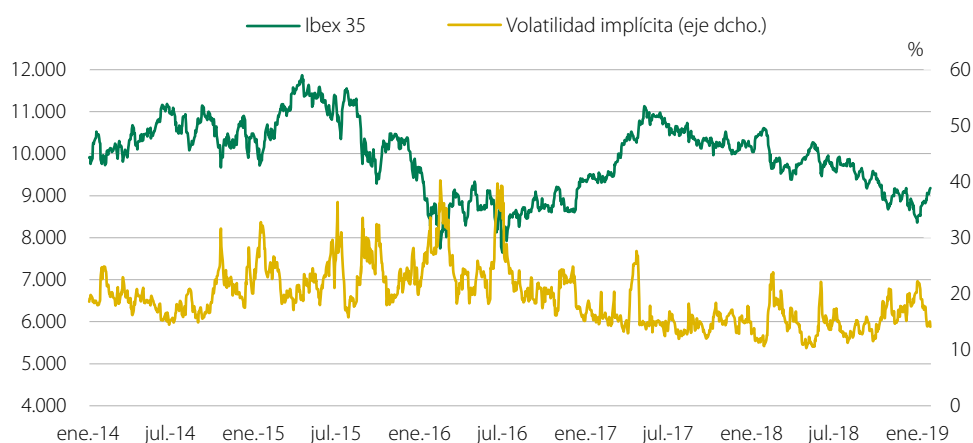
Como en otras bolsas de referencia internacionales, la volatilidad del Ibex 35 permaneció en valores reducidos a lo largo de todo el año. A pesar de las turbulencias de los mercados en el primer y último trimestre del año, que dieron lugar a repuntes de volatilidad transitorios, los valores alcanzados fueron inferiores a los registrados en otros momentos de incertidumbre. A finales de año, la volatilidad implícita del Ibex 35 se situaba en valores algo superiores al 20%, en línea con la media registrada entre 2016 y 2017, pero aún por debajo de su media histórica. En este contexto, la negociación de

valores españoles superó los 930.000 millones de euros en 2018 (un 0,2% menos en términos anuales), de los que casi 580.000 millones correspondieron al mercado regulado español (un 8,5% menos) y 351.000 millones a los SMN y mercados regulados competidores, con lo que alcanzó su cuota histórica máxima (37,4%) de negociación sujeta a reglas de mercado (28,1% y 31,7% en 2016 y 2017, respectivamente)¹⁴.

Los mercados de valores
y sus agentes
Entorno económico
y financiero

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.2.5



Fuente: Thomson Datastream.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 1.2.3

%

	2014	2015	2016	2017	2018
Índices					
Ibex 35	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-15,0
Madrid	3,0	-7,4	-2,2	7,6	-15,0
Ibex Medium Cap	-1,8	13,7	-6,6	4,0	-13,7
Ibex Small Cap	-11,6	6,4	8,9	31,4	-7,5
FTSE Latibex All-Share	-16,1	-39,2	71,0	9,0	10,3
FTSE Latibex Top	-11,1	-34,6	67,8	7,3	14,8
Sectores¹					
Petróleo y gas	-9,8	-21,0	32,7	-11,9	-1,5
Químicas	-17,1	56,7	198,2	55,4	8,8
Materiales básicos	17,8	-8,5	24,0	26,1	-10,0
Construcción y materiales de construcción	9,9	6,3	-4,3	15,8	0,2
Bienes industriales y servicios	-1,4	9,1	8,4	29,8	-12,8
Salud	1,1	23,9	-7,8	12,9	-3,6
Utilities	27,3	7,9	-0,7	3,1	12,0
Bancos	8,1	-22,7	-1,1	11,9	-28,1
Seguros	-9,2	-5,1	15,5	0,1	-12,8
Inmobiliaria	46,3	12,6	-5,0	15,6	-8,3
Servicios financieros	5,3	-2,7	-1,3	7,3	-7,5
Telecomunicaciones y medios de comunicación	3,8	-8,2	-8,3	-3,2	-11,9
Consumo discrecional	-0,1	29,7	3,1	-9,5	-23,4
Consumo básico	-7,8	5,5	-6,0	-1,0	-35,7

Fuente: Thomson Datastream. (1) Clasificación de Thomson Datastream.

14 Datos de negociación sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*).

El Ibex 35, que había alcanzado mínimos inferiores a los 8.400 puntos a finales de 2018, recuperó los 9.500 en los primeros meses de 2019¹⁵. A pesar de la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre y de la sensibilidad del mercado a la aparición de informaciones no alineadas con las expectativas de los analistas, muchas compañías presentaban unas cotizaciones atractivas debido a las fuertes pérdidas del último trimestre del año anterior y, por tanto, predominaron las compras. La revalorización del índice en el año (11,4%) fue similar a la del índice británico (10,6%) pero inferior a la de otros índices de referencia europeos que se incrementaron entre un 16% y un 18%.

1.2.3 Perspectivas y riesgos

Según las previsiones del FMI publicadas en abril de 2019, el PIB de la economía española crecerá un 2,1% este ejercicio y un 1,9% en 2020. Estos pronósticos suponen una revisión a la baja de una décima para 2019 y estabilidad para 2020 respecto a las previsiones publicadas en enero y, por tanto, quedan fuera de las revisiones generalizadas a la baja que esta institución realizó sobre las economías más importantes. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se situaría en 8 décimas este año y 4 décimas el año próximo (0,8 p.p. de media entre 2016 y 2018).

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional tienen que ver con: i) la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda pública; ii) la elevada tasa de desempleo, aunque en descenso, junto con los retos derivados del envejecimiento de la población; iii) la posible prolongación de la incertidumbre política originada tanto por la fragmentación parlamentaria como por el conflicto en Cataluña; y iv) la repercusión negativa sobre el negocio de las empresas exportadoras españolas con mayor exposición a los mercados con más restricciones al comercio y también a aquellos que están experimentando una ralentización más acusada de la demanda.

Entre los riesgos de carácter financiero más importantes, cabe destacar aquellos relacionados con el mantenimiento de los tipos de interés en niveles reducidos durante más tiempo del previsto hace unos meses, a la vista de la intensidad de la ralentización económica en la zona del euro. Este entorno seguirá, por una parte, presionando a la baja la rentabilidad de los bancos y, por otra, alentando el endeudamiento de los agentes e incentivando la búsqueda de activos de mayor rentabilidad (*search for yield*). Tampoco se puede descartar el desencadenamiento de episodios puntuales de turbulencias en los mercados financieros originadas por alguna de las fuentes de incertidumbre presentes (por ejemplo, la posibilidad de un *brexít* duro).

La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI)

RECUADRO 2

La política macroprudencial tiene como finalidad la preservación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante el refuerzo de su resistencia y la atenuación de los riesgos de carácter sistémico. Tradicionalmente,

el enfoque de las políticas relacionadas con la estabilidad financiera se ha orientado hacia el sistema bancario, poniendo un énfasis especial en el tamaño de las entidades. Sin embargo, la última crisis financiera puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del negocio bancario podían ser fuente o canal de transmisión de riesgo sistémico en determinadas circunstancias, si bien también existe consenso en que la mayor diversificación de las fuentes de financiación más allá de la actividad bancaria puede contribuir a una mayor estabilidad financiera. Desde entonces, y a raíz de las recomendaciones del G20, las autoridades nacionales e instituciones internacionales han trabajado en la mejora de la resistencia de las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocidas como *shadow banking*) y en la construcción de un marco institucional y regulatorio para la detección y el análisis de los riesgos sistémicos que incluya todos los segmentos del sistema financiero. En el ámbito europeo, estos trabajos se plasmaron en la creación en 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) para que se encargase de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico.

La JERS emitió en 2011 una recomendación¹ en la que instaba a los países de la Unión Europea a designar a una autoridad responsable de la supervisión macroprudencial. Esta recomendación se justificaba por la mejora en la eficacia de la política macroprudencial, al situarse a nivel nacional la responsabilidad de adoptar medidas para mantener la estabilidad financiera. Además, en su última revisión del sistema financiero español², el FMI también indicó, entre otros aspectos, que España debía establecer un Consejo de Riesgo Sistémico para la coordinación entre agencias sobre los factores y la supervisión relacionados con el riesgo sistémico, y las políticas para el conjunto del sistema en el sector financiero. A raíz de la recomendación de la JERS, la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea (a excepción de Italia) han constituido a lo largo de los últimos años sus autoridades macroprudenciales, bien creando dicha autoridad de nuevo cuño con la participación de las autoridades de supervisión preexistentes, o bien designando en muchos casos al banco central como autoridad, o bien articulando una estructura de cooperación interinstitucional con un papel de liderazgo por parte del banco central o de la autoridad de supervisión integrada preexistente.

Aunque en España la creación formal de una autoridad macroprudencial propiamente dicha se inició en los últimos meses del año pasado, existía ya un comité con funciones parecidas a algunas de las que están previstas para la autoridad macroprudencial. Este comité, denominado CESFI (Comité de Estabilidad Financiera), se creó en 2006 y estaba integrado por miembros representantes del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y el Ministerio de Economía. El CESFI se reunió con frecuencia durante los años más complicados de la crisis de deuda soberana en Europa pero después tuvo varios años de inactividad. El CESFI se reunió de nuevo en junio de 2018 bajo los auspicios de la ministra de Economía y Empresa, a quien dio pleno apoyo en su iniciativa de poner en marcha la creación de una autoridad macroprudencial propiamente dicha en España, atendiendo las recomendaciones tanto de la JERS como del FMI.

A finales de 2018 se publicó un proyecto de Real Decreto de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se sometió a audiencia pública hasta el 26 de diciembre y se aprobó finalmente el 1 de marzo³. De acuerdo con este real decreto, la AMCESFI, que ha celebrado su primera reunión en abril, busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería contribuir a que el sistema financiero pueda apoyar y no lastrar el crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. El Consejo está compuesto por la ministra de Economía y Empresa, que lo preside, el gobernador del Banco de España, que asume la vicepresidencia, el presidente de la CNMV, la subgobernadora del Banco de España, la vicepresidenta de la CNMV, la secretaria de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa y el director general de Seguros y Fondos de Pensiones. En el Comité Técnico, la subgobernadora del Banco de España actúa como presidenta y el secretario general del Tesoro y Financiación Internacional asume la vicepresidencia. En todos los órganos existe la posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.

La AMCESFI tiene como misión el seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, por un lado, y por otro, emitir opiniones, alertas y recomendaciones, cuando así lo estime oportuno a la luz de su análisis previo. Puede incluso realizar recomendaciones en materia de política macroprudencial a los supervisores para que adopten medidas específicas. Los destinatarios de las recomendaciones de la Autoridad deberán explicar cómo van a darles cumplimiento o justificar adecuadamente, en su caso, los motivos por los que consideran innecesario o inadecuado seguirlas. Las competencias de supervisión las mantienen las autoridades nacionales competentes que venían ejerciéndolas hasta ahora, quienes cuentan con mayor información y experiencia en el seguimiento de los entes supervisados. De este modo, se respeta su independencia.

Por otra parte, los supervisores sectoriales deberán informar con antelación a la AMCESFI acerca de su intención de activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macroprudenciales. En particular, deberán notificar las medidas relacionadas, por ejemplo, con los requisitos de colchones de capital, el establecimiento de límites a la concentración sectorial, la fijación de condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones, o la aplicación de mayores ponderaciones de riesgo para las exposiciones inmobiliarias. Entre las medidas relacionadas con el ámbito de actuación de la CNMV, destacan la suspensión del reembolso de las participaciones en instituciones de inversión colectiva, las decisiones dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las instituciones de inversión colectiva y la prohibición o restricción de las ventas en corto. Unos meses antes, el Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, había atribuido facultades adicionales al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para abordar posibles riesgos del sistema financiero español desde una perspectiva macroprudencial. En el caso de los fondos de inversión, en particular, se atribuyó a la CNMV potestad para, en

determinadas circunstancias, poder fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva⁴.

Finalmente, para contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera dentro de la Unión Europea, se regula la obligación de cooperación con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros así como con las instituciones europeas competentes. La AMCESFI rendirá cuentas mediante la elaboración de un informe anual y la comparecencia de la presidenta de la Autoridad ante la comisión correspondiente del Congreso de los Diputados.

- 1 Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e
- 2 Spain Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral de conformidad con el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.
- 3 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.
- 4 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

