

PIB
3,2%

INFLACIÓN
0%

PRECIO DE LA VIVIENDA
+1,8%

HIPOTECAS CONTRATADAS
+19,8%

FINANCIACIÓN NUEVA
467.927 M€

CREACIÓN DE EMPLEO (EPA)
525.100

ENTORNO ECONÓMICO, FINANCIERO Y REGULATORIO

El escenario económico de 2015 se caracterizó, principalmente, por la intensificación de la caída de los precios de las materias primas, los temores a un aterrizaje brusco de China y la salida de capitales de las economías emergentes. Además, en diciembre cambió el ciclo en la política monetaria estadounidense y la Reserva Federal subió los tipos de interés por primera vez en casi 10 años.

En este contexto, el comportamiento de las principales economías y regiones fue desigual. Por un lado, las economías exportadoras netas de materias primas, mayoritariamente países emergentes de Latinoamérica y Asia, sufrieron tensiones inflacionistas, derivadas de la sustancial depreciación de sus divisas, un endurecimiento de las condiciones financieras y un notable debilitamiento de la actividad (como ocurrió por ejemplo de forma destacada en Brasil). Por otro lado, el resto de economías registraron en general tasas de inflación muy bajas. Algunas de ellas, como es el caso de las de los principales países desarrollados, ganaron cierta tracción. Otras economías -la mayoría de emergentes importadoras netas de materias primas, incluyendo China- conservaron tasas de crecimiento bastante dinámicas.

En conjunto, la economía mundial volvió a tener un comportamiento algo decepcionante en 2015. El crecimiento global fue solo del 2,6% estimado, inferior al 2,7% alcanzado en 2014 y muy por debajo de los ritmos superiores al 4,0% observados antes de la crisis financiera.

En cuanto al comportamiento de los principales bancos centrales, lo más destacado fue la confirmación en las tendencias divergentes de sus políticas monetarias. El BCE amplió el programa de compra de activos que inició

en el último trimestre de 2014, incorporando deuda soberana, de agencias, municipal y regional y extendiendo su volumen objetivo a 60.000 millones de euros mensuales hasta marzo de 2017. Adicionalmente, aumentó el coste para los bancos de su exceso de liquidez en el BCE, al bajar el tipo de las facilidades de depósito desde el -0,20% al -0,30%, lo que provocó que los tipos de toda la curva euríbor se situaran en negativo, con la excepción del plazo a 12 meses, que se aproximó al 0%.

En contraste, la Fed inició el ciclo de subidas de tipos, al aumentar su rango objetivo hasta el 0,25%-0,50%. En cualquier caso, la cautela de los bancos centrales y la fuerte caída del precio del petróleo, que presionó la inflación a la baja, posibilitaron un balance anual para la deuda pública mejor de lo que se esperaba a principios de año, al registrarse, en general, subidas de rentabilidades muy modestas.

Respecto a la prima de riesgo de España, alcanzó un máximo de 160 puntos básicos en verano por la crisis financiera en Grecia, de la que llegó a temerse incluso que abandonase la eurozona. Bajó después hasta los niveles en los que inició el ejercicio (en torno a 100 puntos básicos) y al cerrar el año volvió a repuntar hasta los 120 por el incierto resultado de las elecciones generales.

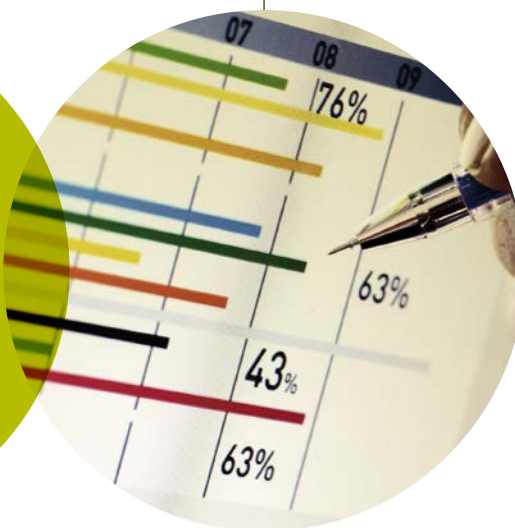
Las expectativas para 2016 son relativamente optimistas, aunque se anticipa un escenario macroeconómico más de continuidad que de mejora. El crecimiento mundial será sólo levemente superior al de 2015 —la aceleración esperada en Europa y Japón puede verse compensada por un menor crecimiento en EEUU— y la inflación seguirá demasiado baja en las principales economías desarrolladas. La divergencia entre las políticas monetarias de la Reserva Federal y del BCE persistirá en 2016 y será uno de los factores más influyentes para el devenir de los mercados financieros. La Fed seguirá normalizando sus tipos de interés durante 2016 —esperamos que suba los tipos en 0,25 puntos en reuniones alternas y los sitúe entre el 1,25% y el 1,50% a finales de año—, mientras que el BCE seguirá aumentando su balance y no puede descartarse que baje algo más su tipo de depósito, aunque no es el escenario más probable.

LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española reforzó en 2015 su ritmo expansivo, al registrar el mayor avance del PIB en ocho años (+3,2% vs +1,4% del ejercicio anterior), y destacó como una de las economías con mayor crecimiento de la zona del euro.

Este dinamismo se apoyó en la confluencia de impulsos expansivos de índole externa e interna. Por un lado, el abaratamiento del petróleo, la depreciación del euro, la reactivación de las economías europeas y la política monetaria expansiva del BCE contribuyeron favorablemente a la renta y expectativas de familias y empresas. Desde el punto de vista interno, se produjo una cierta relajación del proceso de consolidación fiscal, se rebajó el IRPF, hubo una reorientación productiva hacia el exterior, y las reformas acometidas y los avances en la corrección de los desequilibrios internos y en la mejora de la competitividad generaron un entorno propicio para la intensificación del ritmo de la recuperación.

LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA REFORZÓ
EN 2015 SU RITMO
EXPANSIVO Y DESTACÓ
COMO UNA DE LAS
ECONOMÍAS CON
MAYOR CRECIMIENTO DE
LA ZONA DEL EURO



TRANSACCIONES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

350.000

No obstante, el progresivo deterioro de las expectativas de crecimiento global, principalmente en los países emergentes, y cierta amortiguación de algunos de los impulsos cíclicos provocaron que el crecimiento trimestral del PIB fuese de más a menos a lo largo del ejercicio; desde un extraordinario 1% de media en la primera mitad del ejercicio a un 0,8% en el tramo final.

La demanda interna no sólo siguió siendo el motor de la economía sino que fue ganando protagonismo a medida que avanzaba el año, hasta registrar la mayor aportación al avance del PIB desde 2007, gracias al vigor tanto de la inversión como, sobre todo, del gasto de los hogares.

En sintonía con el tirón de la demanda, las mejores condiciones de financiación y la necesidad de renovar el *stock* de capital productivo, la inversión en bienes de equipo creció a ritmos muy dinámicos. Por su parte, la construcción puso fin al drástico ajuste sufrido durante la crisis y registró el primer dato positivo en ocho años. En cuanto al consumo de las familias, se vio impulsado por la mejora de la renta disponible, en un contexto de intensa creación de empleo, reducción de impuestos e inflación en niveles muy reducidos. La demanda externa siguió contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB, debido al fuerte avance de las importaciones ante el vigor del gasto interno, lo que compensó el buen comportamiento de las exportaciones, favorecidas a su vez por el dinamismo de las economías europeas y las ganancias de competitividad.

El mercado de la vivienda afianzó en 2015 la tendencia positiva detectada en 2014. Los indicadores de transacciones (que se elevaron hasta 350.000), hipotecas, precios e incluso visados de nuevas viviendas registra-

ron una intensa recuperación desde mínimos. La mejora generalizada de la actividad económica, la creación de empleo y la relajación en las condiciones de financiación respaldaron un paulatino retorno de la demanda interna que se sumó al crecimiento de la demanda extranjera.

Gracias al repunte del ahorro nacional, que se situó en máximos desde 2007, el elevado dinamismo del proceso inversor fue compatible con un significativo aumento de la capacidad de financiación de la economía.

En cuanto a la inflación, tras permanecer en terreno negativo gran parte del año, una vez concluido el efecto escalón derivado de la intensa caída del precio del petróleo a finales de 2014, cerró el ejercicio en en el 0%. La inflación subyacente (que excluye los elementos más volátiles, como la alimentación fresca y la energía) se situó en el 0,9%.

Las expectativas para 2016 apuntan al mantenimiento del tono expansivo, si bien a un ritmo ligeramente más moderado, por lo que estimamos que el crecimiento del PIB será del 2,8%. En cualquier caso el escenario no está exento de riesgos e incertidumbres a la baja, como el comportamiento de algunas economías emergentes y de los mercados de materias primas y de activos financieros. Uno de los principales factores de vulnerabilidad de la economía española sigue siendo el elevado nivel de endeudamiento, que la hace muy dependiente de la financiación exterior.

NEGOCIO BANCARIO Y REGULACIÓN

El crecimiento de la economía nacional tuvo su reflejo en el negocio bancario. Para cubrir las mayores necesidades de financiación de las empresas y de las familias españolas, aumentó el dinamismo del crédito nuevo concedido por las entidades en condiciones de financiación muy favorables, permitiendo que el volumen total de crédito al sector privado siga recuperándose y probablemente vuelva a aumentar el próximo año por primera vez desde 2009. A ello también ayudó la mejora de la calidad de los activos, como reflejan las continuas caídas de la morosidad a lo largo del año, que sitúan el coste del riesgo en la senda de la normalización.

No obstante, la presión sobre la rentabilidad de las entidades se volvió más intensa. Por una parte, el entorno de precio del dinero muy bajo estrechó el diferencial entre los tipos del activo y del pasivo hasta mínimos históricos, erosionando los márgenes básicos del negocio bancario. Por otro lado, el año estuvo marcado por una serie de hitos en materia de regulación y de supervisión que están condicionando, en buena medida, la estrategia y la evolución del sector.

En la zona del euro, 2015 fue un año clave en la constitución de la Unión Bancaria, el proyecto europeo que pretende garantizar la integridad del euro rompiendo el vínculo negativo entre el riesgo bancario y riesgo soberano, mejorando la prevención y la gestión de las crisis bancarias y favoreciendo la integración de los mercados. 2015 fue el primer año completo de funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión, el primer pilar de la Unión Bancaria, que supone la transferencia

al Banco Central Europeo de la supervisión directa de más del 80% de los activos del sector.

Respecto al marco de gestión de crisis, el Mecanismo Único de Resolución (el segundo pilar del proyecto) también inició su actividad en 2015, salvo en las funciones de *bail in* o recapitalización interna, que entran en vigor en enero de 2016, al igual que la constitución progresiva del Fondo Único de Resolución. Los novedosos instrumentos de *bail in* amplían la capacidad de absorción de pérdidas en las entidades bancarias a todos los pasivos no asegurados. Para garantizar su efectividad se ha impuesto un nuevo requerimiento de capital y deuda, el denominado MREL (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities), exigible individualmente y de forma gradual a todas las entidades de crédito europeas a partir de 2016.

La creación de un sistema único de garantía de depósitos (tercer y último pilar de la Unión Bancaria) va más despacio. La Comisión Europea aprobó a finales de 2015 una propuesta inicial sobre la que se seguirá avanzando en una negociación que se prevé intensa.

A nivel internacional, los trabajos sobre la gestión de crisis de entidades sistémicas han progresado. En noviembre, el Consejo de Estabilidad Financiera aprobó la versión definitiva del TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity), un ratio en la línea del MREL, aplicable de forma común y únicamente sobre las entidades bancarias de importancia sistémica global a partir de 2019.

En España el año pasado continuó la adaptación de la legislación a la normativa comunitaria. En junio, se

EXPECTATIVAS PARA 2016 DEL CRECIMIENTO DEL PIB

2,8%

traspuso al ordenamiento jurídico nacional la Directiva de Resolución Bancaria, si bien todavía persiste cierta incertidumbre en cuanto los esquemas de jerarquía en el reparto de pérdidas. Por otra parte, para asegurar la compatibilidad del tratamiento de los activos fiscales diferidos en poder de los bancos con las normas europeas de ayudas de Estado, el Gobierno español aprobó en 2015, con el beneplácito de la Comisión Europea y del BCE, una modificación a la Ley de Sociedades. Este ajuste garantiza la estabilidad del cálculo del capital regulatorio para las entidades españolas.

Todas estas normas suponen avances hacia un sistema bancario mejor preparado para afrontar los nuevos retos que se plantean y más resistente ante futuras crisis. Muestra de ello son los positivos resultados, publicados en noviembre, del último ejercicio de transparencia desarrollado por la Autoridad Bancaria Europea, que reflejan un sistema bancario más sólido y sustentado sobre una mayor fortaleza de capital.

*EN LA ZONA DEL EURO,
2015 FUE UN AÑO CLAVE
EN LA CONSTITUCIÓN DE
LA UNIÓN BANCARIA, EL
PROYECTO EUROPEO QUE
PRETENDE GARANTIZAR
LA INTEGRIDAD DEL EURO*

