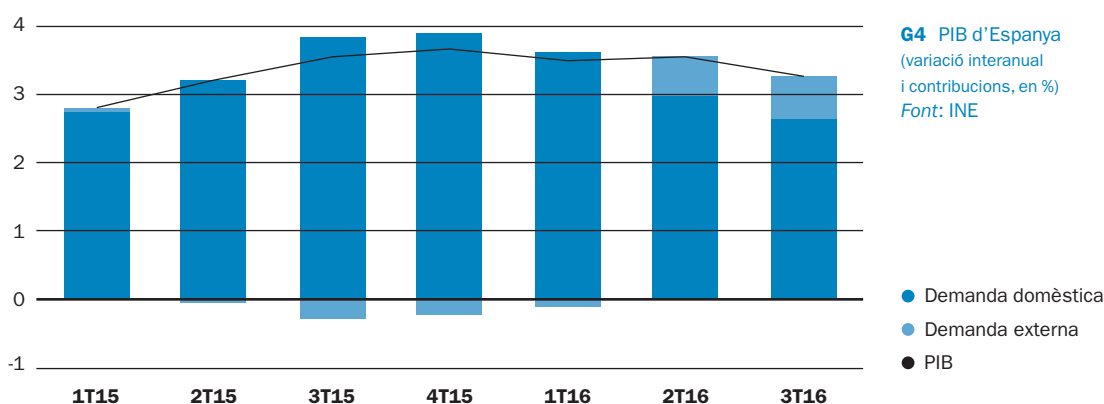


Entorn de l'economia espanyola

L'economia espanyola ha mantingut una evolució favorable, amb un creixement del PIB superior al 3,0 % i amb la taxa d'atur en mínims des de finals de 2009 (G4). Pel que fa al mercat immobiliari, aquest ha mostrat una millora, i el preu de l'habitatge ha continuat registrant creixements positius. En l'àmbit exterior, la balança per compte corrent ha finalitzat l'any amb superàvit per quart any consecutiu. En el terreny polític, la impossibilitat de formar govern després de les eleccions generals de desembre de 2015 va portar a una nova convocatòria el 26 de juny. En aquests últims comicis, el Partit Popular va tornar a guanyar, amb un nombre més elevat de vots i diputats que al desembre, encara que novament sense aconseguir la majoria absoluta.

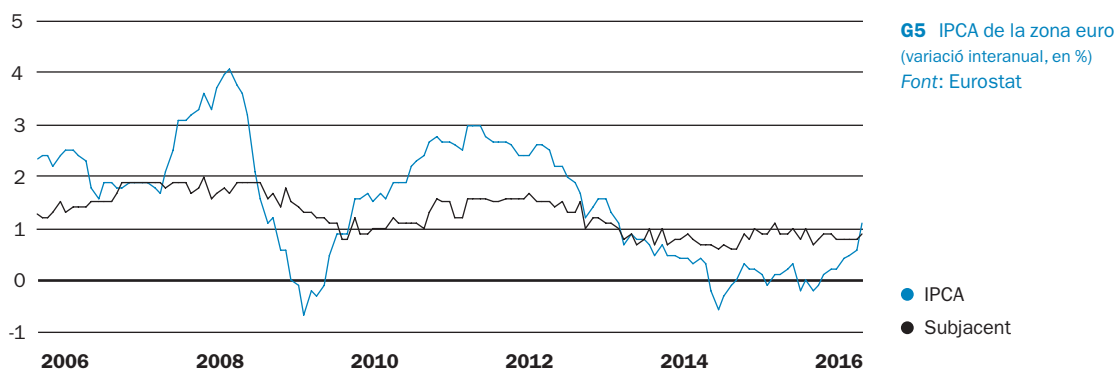


Polítiques monetàries i mercats financers

Pel que fa a la inflació, aquesta s'ha mantingut per sota dels objectius de política monetària en les principals economies desenvolupades. En la zona euro, la inflació es va tornar a situar en terreny negatiu en els primers compassos de l'any arran de la caiguda del preu del petroli. La inflació va recuperar taxes positives coincidint amb el repunt del preu del cru. Al Regne Unit, la depreciació de la lliura a partir del resultat del referèndum

ha representat una pressió a l'alça per als preus. Als Estats Units, per la seva banda, l'índex subjacent (índex sense aliments i energia) ha arribat a màxims des de 2012 en un context en què s'han seguit reduint els excessos de capacitat en l'economia (G5).

Els mercats financers globals van presentar a principis d'any un to molt negatiu a partir de la caiguda del preu del petroli, la persistència de les sortides de capitals de la Xina i els dubtes sobre l'economia nord-americana. La situació es va reconduir posteriorment gràcies a la reducció dels temors sobre una recessió global, el repunt del preu del cru, les mesures de laxitud monetària adoptades per la Xina i el



Banc Central Europeu (BCE) i el to més lax de la Reserva Federal (FED) dels Estats Units. D'altra banda, després del referèndum al Regne Unit a finals de juny i l'elecció de Trump com a president dels Estats Units al novembre, també es van produir importants moviments en els mercats financers. Aquests esdeveniments, però, no van propiciar ni un mal funcionament dels mercats financers ni problemes de liquiditat (G6).

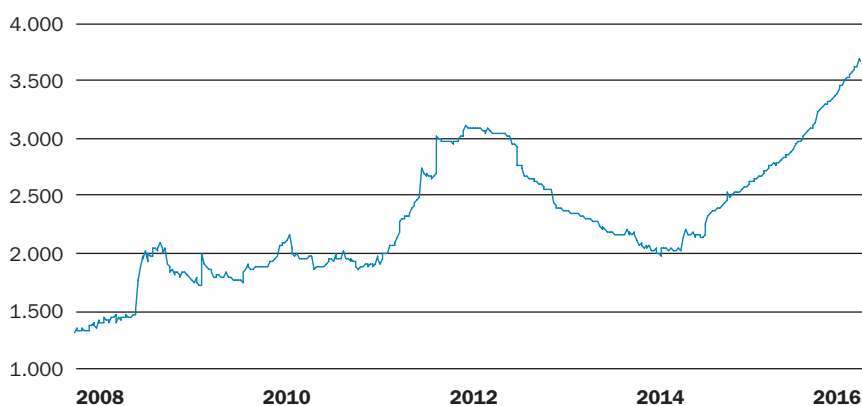
Els bancs centrals de les principals economies desenvolupades han mantingut, en general, un to acomodatiu, encara que aquest ha iniciat un gir en algunes regions. El BCE va anunciar al llarg de l'any noves mesures de laxitud monetària. Al març va retallar el tipus de dipòsit fins al -0,40 % i el tipus rector fins al 0,00 %. Així mateix, va anunciar un increment del ritme mensual de compra d'actius (fins als 80 milers de milions d'euros mensuals) i la incorporació del deute corporatiu com a actiu elegible sota aquest programa. Al desembre, el BCE va anunciar una prolongació del programa de compra d'actius fins a finals de 2017 (des de març de 2017), amb una reducció del ritme de compres a partir de l'abril (fins als 60 milers de milions d'euros). També va introduir canvis tècnics en el programa per facilitar-ne la implementació (com ara la possibilitat de comprar deute públic amb una rendibilitat inferior al tipus marginal de dipòsit). El 2016, a més a més, s'han celebrat noves operacions de finançament a llarg termini amb incentius a la banca per a la concessió de crèdit al sector privat. Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra va introduir un important paquet d'estímul a l'agost, dissenyat

per compensar els possibles efectes negatius del Brexit. En particular, va anunciar una rebaixa del tipus rector fins al 0,25 %, la reactivació del programa de compra d'actius (deute públic i corporatiu) i un nou programa per estimular la concessió de crèdit a l'economia real. Posteriorment, coincidint amb la revisió a l'alça de les perspectives d'inflació, va passar a adoptar un caire neutral i a assenyalar que la seva política monetària pot respondre en qualsevol direcció. Als Estats Units, la FED va implementar una puja del tipus d'interès de referència al desembre, fins al 0,50-0,75 %, un any després de l'anterior puja. Finalment, el Banc del Japó, després de situar al gener per primera vegada el tipus marginal de dipòsit en nivells negatius (-0,10 %), va anunciar al setembre un canvi significatiu en la instrumentalització de la seva política monetària. En particular, va establir un nivell objectiu per a la rendibilitat del deute públic japonès a llarg termini al voltant del 0,00 % (G7).

Les rendibilitats del deute públic a llarg termini de les principals economies desenvolupades s'han mantingut en nivells reduïts. En el transcurs de l'exercici, les rendibilitats van assolir mínims històrics. En aquest sentit, la rendibilitat del bo alemany a deu anys es va arribar a situar en terreny negatiu per primera vegada en la història. Les rendibilitats del deute públic es van veure pressionades a la baixa en el primer semestre per les turbulències financeres internacionals de principis d'any i per la incertesa al voltant del resultat del referèndum al Regne Unit. En el cas d'Alemanya, el lliscament a la baixa



G6 Preu del petroli
(dòlars per barril)
Font: Bloomberg



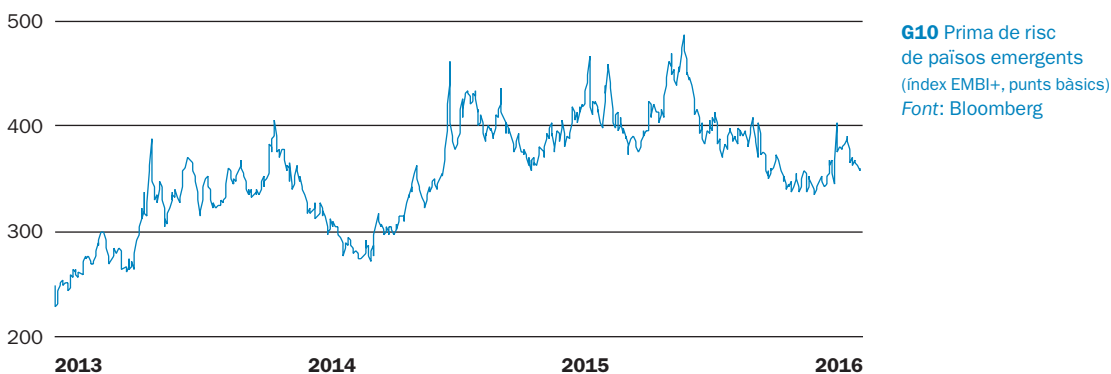
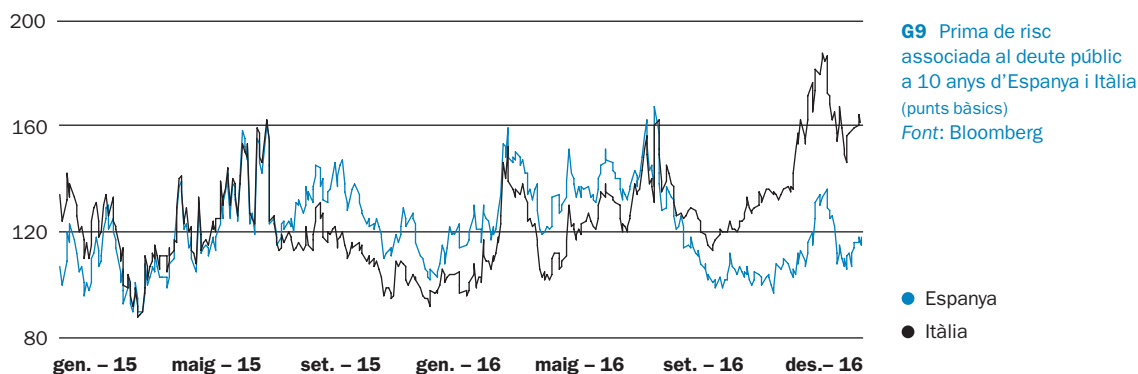
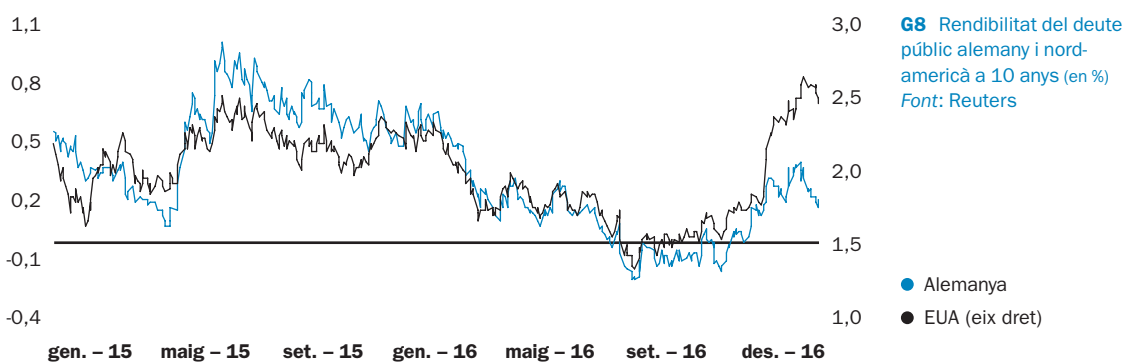
G7 Balanç del BCE
(milers de milions d'euros)
Font: Bloomberg

de les expectatives d'inflació i el programa de compres del BCE també van contribuir a contenir la rendibilitat. Després dels mesos d'estiu, es va produir un repunt generalitzat de les rendibilitats, alimentat per les expectatives de pujades de tipus per part de la FED, la reducció de l'impacte econòmic previst del Brexit, l'elecció de Trump com a president dels Estats Units i l'expectativa que el BCE reduís les compres d'actius (G8).

Les primes de risc en els països de la perifèria europea han finalitzat l'any en nivells similars o per sobre de l'exercici anterior. Les primes de risc han estat pressionades a l'alça per aspectes com la inestabilitat financera del primer trimestre o el resultat electoral als Estats Units. Per països, s'han observat diferències importants. En aquest sentit, Espanya, on el diferencial amb prou feines ha augmentat, s'ha comportat clarament millor que Itàlia i Portugal. La prima de risc a Itàlia s'ha vist afectada pels dubtes al voltant del sistema financer domèstic i per la

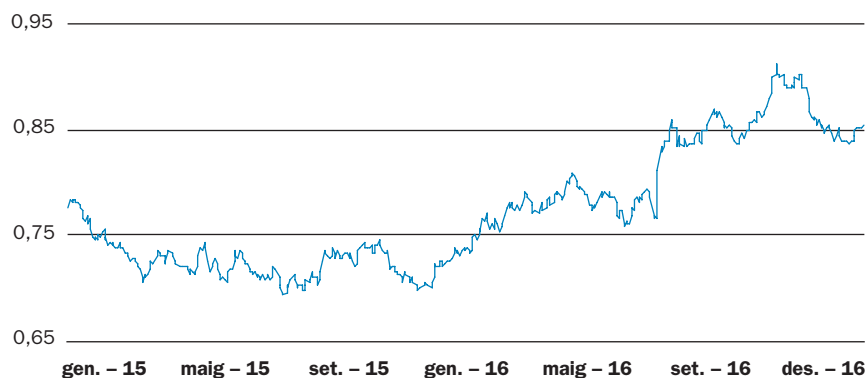
incertesa al voltant del referèndum sobre la reforma del Senat. La prima de risc de Portugal, a més de veure's afectada per la política i la situació del sistema bancari, s'ha mostrat exposada al temor que l'agència de qualificació creditícia DBRS retirés el grau d'inversió al deute públic lusità (G9).

Respecte als països emergents, els mercats financers han mostrat un comportament volàtil al llarg de l'any. Després del fort repunt de les primes de risc que va tenir lloc també al gener i febrer, aquestes es van relaxar i a l'agost van passar a assolir mínims des de 2014, en un context d'augment de la liquiditat global gràcies a les polítiques monetàries dels països desenvolupats. Els mercats de Mèxic es van veure afectats negativament i de manera important per la victòria de Trump als Estats Units. En l'últim tram de l'any, també va destacar en negatiu Turquia, a causa de la incertesa sobre la situació política i la gestió econòmica en aquest país (G10).

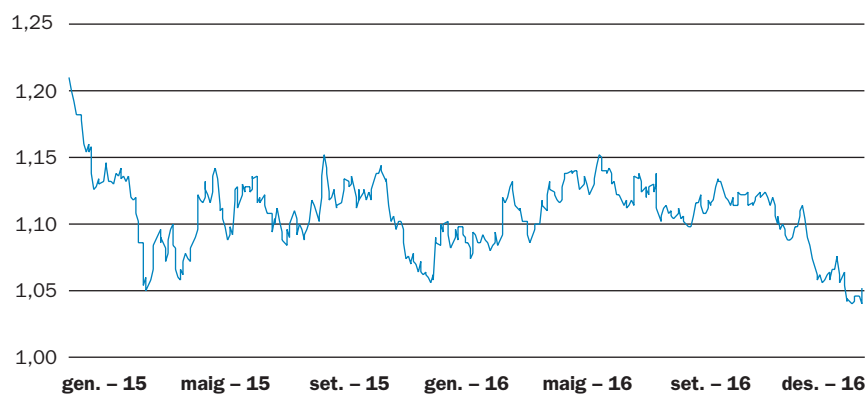


En els mercats de divises, el comportament més destacat ha estat el de la lliura esterlina, que s'ha depreciat de manera significativa en els seus diferents encreuaments arran de la incertesa associada a la celebració i al posterior resultat del referèndum sobre la permanència del Regne Unit a la Unió Europea (G11). El dòlar, per la seva banda, s'ha apreciat respecte de l'euro, fet que s'explica, en bona mesura, pel moviment que hi ha hagut en el tram final de l'any, en què el dòlar va trobar suport en les creixents expectatives de puges de tipus per part de la FED (G12). Finalment, el ien va mantenir una tendència apreciativa fins a l'estiu, gràcies a la inestabilitat financera de principis d'any i a l'augment de la incertesa en relació amb el Brexit, i això malgrat l'adopció de tipus de dipòsit negatius per part del Banc del Japó. Tanmateix, en el tram final de l'any, el ien va aconseguir revertir pràcticament tot el moviment anterior arran de l'augment de la predisposició de la FED a apujar el tipus d'interès rector.

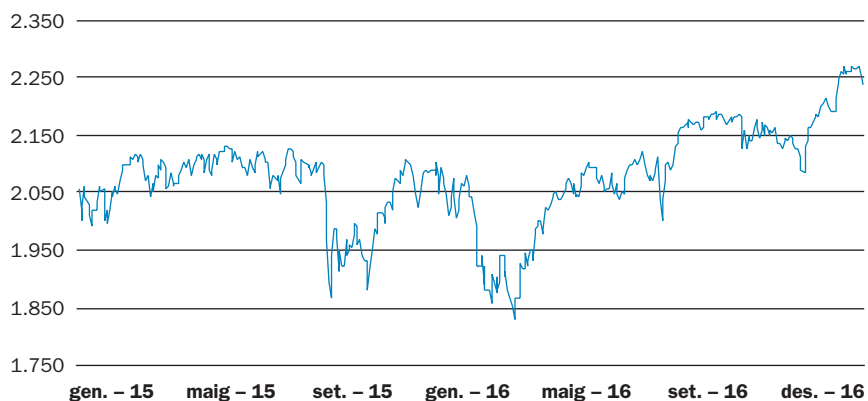
En els mercats de renda variable, les borses europees han mostrat un comportament diferencial per països. Els avenços dels índexs a Alemanya o França contrasten amb els retrocessos a Espanya i, especialment, a Itàlia. En general, després de les caigudes de principis d'any, els diferents índexs del continent no van mostrar un comportament direccional, més enllà dels avenços registrats a final d'any. Els índexs s'han sobreposat bé a esdeveniments com el resultat del referèndum al Regne Unit. L'abundant liquiditat procedent dels principals bancs centrals hi ha contribuït. L'S&P als Estats Units i l'FTSE 100 al Regne Unit han tancat l'exercici amb avenços significatius. Tanmateix, l'índex britànic ha experimentat un cert retrocés en euros a causa de la depreciació de la lliura (G13).



G11 Tipus de canvi de la lliura respecte a l'euro (lliures per euro)
Font: Bloomberg



G12 Tipus de canvi del dòlar respecte a l'euro (dòlars per euro)
Font: Reuters



G13 S&P 500
Font: Reuters