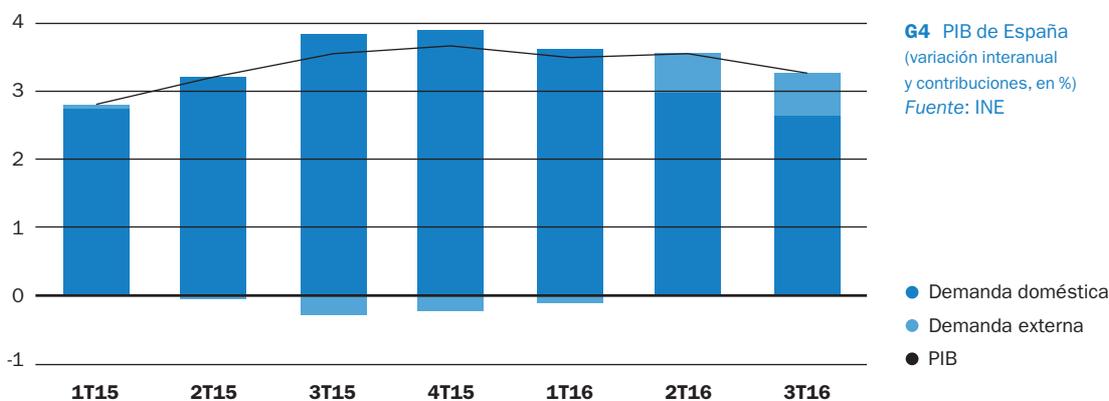


# Entorno de la economía española

La economía española ha mantenido una evolución favorable, con un crecimiento del PIB superior al 3,0% y con la tasa de paro en mínimos desde finales de 2009 (G4). En cuanto al mercado inmobiliario, este ha mostrado mejoría y el precio de la vivienda ha seguido registrando crecimientos positivos. En el ámbito exterior, la balanza por cuenta corriente habrá finalizado el año con superávit por cuarto año consecutivo. En el terreno político, la imposibilidad de formar gobierno tras las elecciones generales de diciembre de 2015 llevó a una nueva convocatoria el 26 de junio. En estos últimos comicios, el Partido Popular volvió a ganar, con un mayor número de votos y diputados que en diciembre, aunque nuevamente sin lograr la mayoría absoluta.



## Políticas monetarias y mercados financieros

Respecto a la inflación, esta ha permanecido por debajo de los objetivos de política monetaria en las principales economías desarrolladas. En la zona euro, la inflación volvió a situarse en terreno negativo en los primeros compases del año a raíz de la caída del precio del petróleo. La inflación recuperó posteriormente tasas positivas coincidiendo con el repunte del precio del crudo. En el Reino Unido, la depreciación de la libra a tenor del

resultado del referéndum ha representado una presión al alza para los precios. En Estados Unidos, por su parte, el índice subyacente (índice sin alimentos y energía) ha alcanzado máximos desde 2012 en un contexto en el que se han seguido reduciendo los excesos de capacidad en la economía (G5).

Los mercados financieros globales presentaron a principios de año un tono muy negativo a partir de la caída del precio del petróleo, la persistencia de las salidas de capitales de China y las dudas sobre la economía estadounidense. La situación se recondujo posteriormente gracias a los menores temores sobre una recesión global, el repunte



del precio del crudo, las medidas de laxitud monetaria adoptadas por China y el Banco Central Europeo (BCE) y el tono más laxo de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos. Por otra parte, tras el referéndum en el Reino Unido a finales de junio y la elección de Trump como presidente de Estados Unidos en noviembre, también se produjeron importantes movimientos en los mercados financieros. Estos eventos, sin embargo, no propiciaron ni un malfuncionamiento de los mercados financieros ni problemas de liquidez (G6).

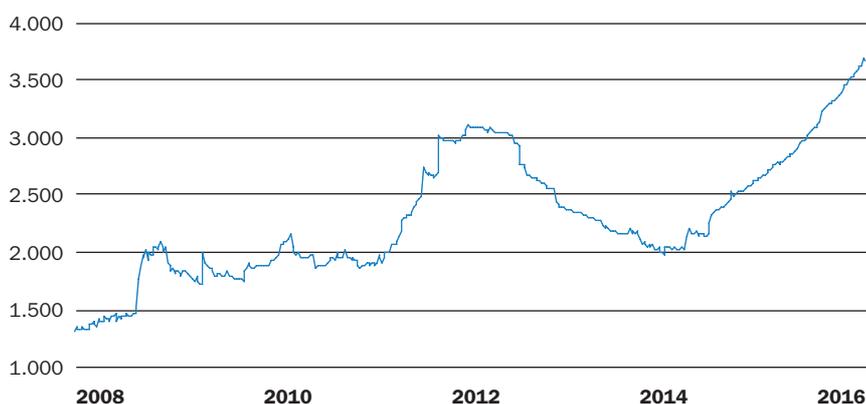
Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han mantenido, en general, un tono acomodaticio, aunque este ha iniciado un giro en algunas regiones. El BCE anunció a lo largo del año nuevas medidas de laxitud monetaria. En marzo recortó el tipo de depósito hasta el -0,40% y el tipo rector hasta el 0,00%. Asimismo, anunció un incremento del ritmo mensual de compra de activos (hasta los 80 miles de millones de euros mensuales) y la incorporación de la deuda corporativa como activo elegible bajo este programa. En diciembre, el BCE anunció una prolongación del programa de compra de activos hasta finales de 2017 (desde marzo de 2017) con una reducción del ritmo de compras a partir de abril (hasta los 60 miles de millones de euros). También introdujo cambios técnicos en el programa para facilitar su implementación (por ejemplo, la posibilidad de comprar deuda pública con una rentabilidad inferior al tipo marginal de depósito). En 2016, además, se han celebrado nuevas operaciones de financiación a largo plazo con incentivos

a la banca para la concesión de crédito al sector privado. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra introdujo un importante paquete de estímulo en agosto, diseñado para compensar los posibles efectos negativos del *brexit*. En particular, anunció una rebaja del tipo rector hasta el 0,25%, la reactivación del programa de compra de activos (deuda pública y corporativa) y un nuevo programa para estimular la concesión de crédito a la economía real. Posteriormente, coincidiendo con la revisión al alza de las perspectivas de inflación, pasó a adoptar un sesgo neutral y a señalar que su política monetaria puede responder en cualquier dirección. En Estados Unidos, la Fed implementó una subida del tipo de interés de referencia en diciembre, hasta el 0,50-0,75%, un año después de la anterior subida. Por último, el Banco de Japón, después de situar en enero por primera vez el tipo marginal de depósito en niveles negativos (-0,10%), anunció en septiembre un cambio significativo en la instrumentalización de su política monetaria. En particular, estableció un nivel objetivo para la rentabilidad de la deuda pública japonesa a largo plazo, en torno al 0,00% (G7).

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las principales economías desarrolladas han permanecido en niveles reducidos. En el transcurso del ejercicio, las rentabilidades alcanzaron mínimos históricos. En este sentido, la rentabilidad del bono alemán a diez años llegó a situarse en terreno negativo por primera vez en la historia. Las rentabilidades de la deuda pública se vieron presionadas a la baja en el primer semestre por las



**G6** Precio del petróleo (dólares por barril)  
Fuente: Bloomberg



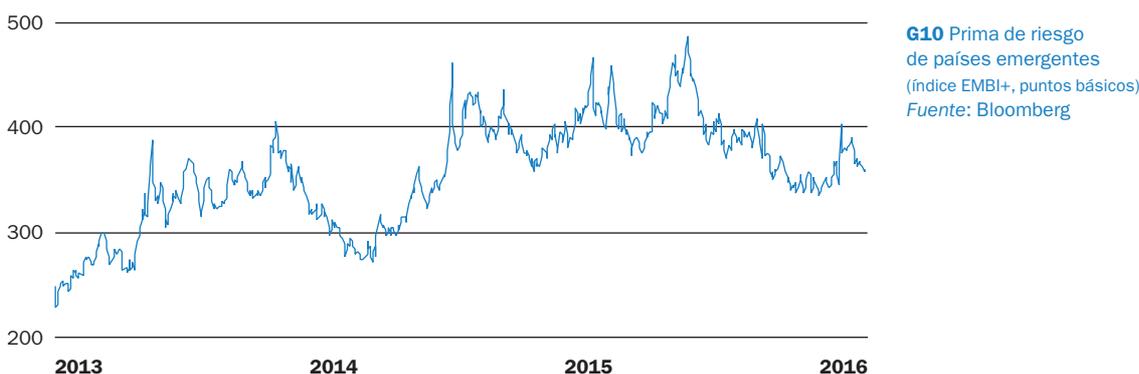
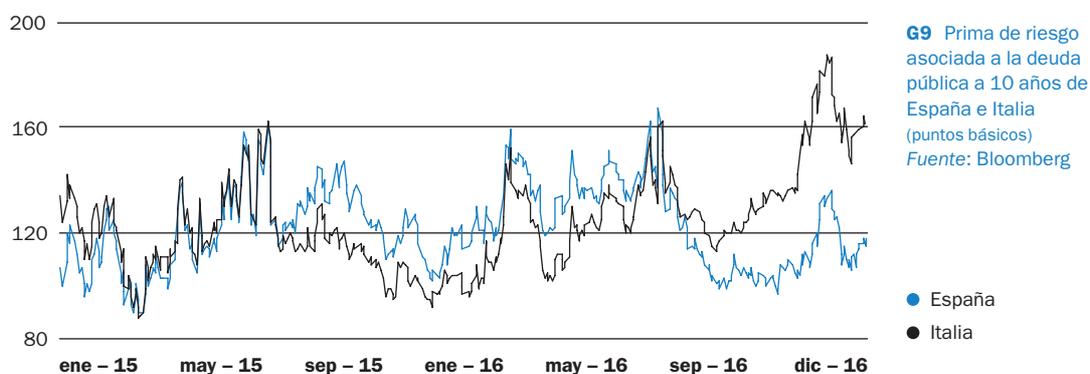
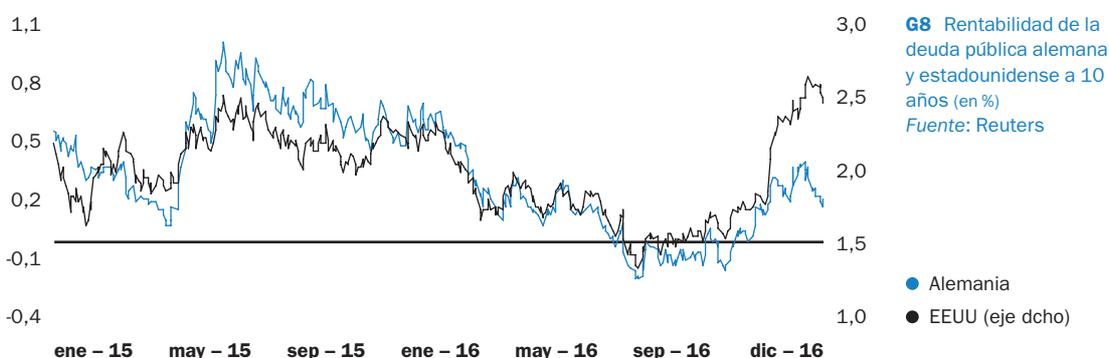
**G7** Balance del BCE (miles de millones de euros)  
Fuente: Bloomberg

turbulencias financieras internacionales de principios de año y por la incertidumbre en torno al resultado del referéndum en el Reino Unido. En el caso de Alemania, el deslizamiento a la baja de las expectativas de inflación y el programa de compras del BCE contribuyeron adicionalmente a contener la rentabilidad. Tras los meses de verano, se produjo un repunte generalizado de las rentabilidades, alimentado por las expectativas de subidas de tipos por parte de la Fed, el menor impacto económico previsto del *brexit*, la elección de Trump como presidente de Estados Unidos y la expectativa de que el BCE redujese las compras de activos (G8).

Las primas de riesgo en los países de la periferia europea han finalizado el año en niveles similares o por encima del ejercicio anterior. Las primas de riesgo se han visto presionadas al alza por aspectos como la inestabilidad financiera del primer trimestre o el resultado electoral en Estados Unidos. Por países, se han observado

importantes diferencias. En este sentido, España, donde el diferencial apenas ha aumentado, se ha comportado claramente mejor que Italia y Portugal. La prima de riesgo en Italia se ha visto afectada por las dudas alrededor del sistema financiero doméstico y por la incertidumbre en torno al referéndum sobre la reforma del Senado. La prima de riesgo de Portugal, además de verse afectada por la política y la situación del sistema bancario, se ha mostrado expuesta al temor de que la agencia de calificación crediticia DBRS retirase el grado de inversión a la deuda pública lusa (G9).

Respecto los países emergentes, los mercados financieros han mostrado un comportamiento volátil a lo largo del año. Tras el fuerte repunte de las primas de riesgo que tuvo lugar también en enero y febrero, las mismas se relajaron y en agosto pasaron a alcanzar mínimos desde 2014, en un contexto de aumento de la liquidez global gracias a las políticas monetarias de los países desarrollados. Los



mercados de México se vieron afectados negativamente y de forma importante por la victoria de Trump en Estados Unidos. En el último tramo del año, también destacó en negativo Turquía, debido a la incertidumbre sobre la situación política y la gestión económica en ese país (G10).

En los mercados de divisas, el comportamiento más destacado ha sido el de la libra esterlina, que se ha depreciado de forma significativa en sus diferentes cruces a raíz de la incertidumbre asociada a la celebración y al posterior resultado del referéndum sobre la permanencia de Reino Unido en la UE (G11). El dólar, por su parte, se ha apreciado frente al euro, lo que se explica, en buena medida, por el movimiento habido en el tramo final de año, en el que el dólar encontró apoyo en las crecientes expectativas de subidas de tipos por parte de la Fed (G12). Por último, el yen mantuvo una tendencia apreciativa hasta verano, apoyado por la inestabilidad financiera de principios de año y el aumento de la incertidumbre en relación con el *brexit*, y ello a pesar de la adopción de tipos de depósito negativos

por parte del Banco de Japón. En el tramo final del año, sin embargo, el yen consiguió revertir prácticamente todo el movimiento anterior a raíz de la mayor predisposición de la Fed a subir el tipo de interés rector.

En los mercados de renta variable, las bolsas europeas han mostrado un comportamiento diferencial por países. Los avances de los índices en Alemania o Francia contrastan con los retrocesos en España y, especialmente, en Italia. En general, tras las caídas de principios de año, los diferentes índices del continente no mostraron un comportamiento direccional, más allá de los avances registrados a finales de año. Los índices se han sobrepuesto bien a eventos como el resultado del referéndum en el Reino Unido. La abultada liquidez procedente de los principales bancos centrales ha contribuido a ello. El S&P en Estados Unidos y el FTSE 100 en el Reino Unido han cerrado el ejercicio con avances significativos. El índice británico, sin embargo, ha experimentado un cierto retroceso en euros debido a la depreciación de la libra (G13).

