

# Resumen del año

Tipos de interés reducidos en las principales economías.

La inversión, el consumo y el sector exterior, principales motores en el crecimiento del PIB en la Unión Europea.

Reducción de la tasa de paro hasta niveles inferiores al 9% en la Unión Europea.

## Análisis de contexto

# Entorno económico

El año 2017 se caracterizó por un crecimiento global sincronizado: el ritmo de expansión ganó inercia en las principales economías desarrolladas, mientras que el contexto económico mejoró también de forma significativa en los países emergentes que habían atravesado una coyuntura más adversa en años anteriores.

La Eurozona confirmó durante 2017 una senda de aceleración del crecimiento económico, que ganó solidez y se extendió a un mayor número de países y sectores productivos. La inversión, el consumo y el sector exterior fueron los principales motores que impulsaron el crecimiento del PIB de la Eurozona a ritmos superiores a +2,5%. La política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) continuó desempeñando un papel muy relevante, promoviendo unos bajos tipos de interés que están estimulando la demanda de crédito. Esta mejora del ciclo económico se ha puesto de manifiesto en el mercado laboral con una reducción de la tasa de paro hasta niveles inferiores al 9% frente al máximo de 12,1% alcanzado en 2013.

En el ámbito doméstico, España ha vuelto a destacar de forma positiva, manteniendo un ritmo de expansión superior a +3% en 2017. El buen comportamiento tanto de la demanda interna como del sector exterior ha dado lugar a un crecimiento más equilibrado, de forma que la balanza por cuenta corriente ha mantenido el superávit pese al encarecimiento de las importaciones energéticas. El mercado laboral ha tenido una evolución muy positiva, con aumentos muy relevantes en la afiliación

a la Seguridad Social y una reducción de la tasa de paro hasta el 16,6%. Por último, la reducción del déficit público sigue su curso, cumpliendo con los objetivos de consolidación fiscal de la UE.

Por el contrario, el Reino Unido ha experimentado una progresiva desaceleración económica. La incertidumbre derivada del Brexit es un freno para la inversión, mientras que el consumo se ha visto negativamente afectado por una inflación más elevada como consecuencia de la depreciación de la libra.

La economía estadounidense ha dado nuevas muestras de su solidez y encadena ya 8 años consecutivos de expansión. El dinamismo del consumo continúa siendo el principal factor que impulsa el crecimiento económico, aunque la inversión tanto empresarial como inmobiliaria también ha mostrado una evolución positiva. Además, se ha mantenido un elevado ritmo de creación de empleo que ha permitido reducir la tasa de paro hasta el umbral del 4%. Por último, cabe destacar que la expectativa de aumento de la renta disponible y los resultados empresariales derivado de la reforma fiscal aprobada a finales de 2017 ha generado un importante aumento de los niveles de confianza.

Japón se ha unido al grupo de países que han sorprendido favorablemente durante 2017, gracias a una reactivación del crecimiento. La política monetaria ultraexpansiva del Banco de Japón comienza a dar sus frutos y la economía nipona ha despertado de una larga etapa de crecimiento muy débil.

Por último, cabe destacar la mejora experimentada por las economías emergentes. China ha conseguido frenar la tendencia de ralentización del crecimiento y ha mantenido ritmos de expansión cercanos a +7%, a pesar de que persisten algunos desequilibrios como el elevado crecimiento del crédito. India se recuperó en la parte final de 2017 de una primera mitad de año un tanto decepcionante, en la que el crecimiento perdió impulso por la difícil adaptación a algunas reformas estructurales que darán sus frutos en los próximos años. Brasil consiguió salir de la recesión a principios de 2017 y el incipiente crecimiento ha venido acompañado de una inflación más baja que permite una política monetaria más laxa. Asimismo, la recuperación generalizada de los precios de las materias primas es un viento de cola para otras economías emergentes como Rusia y los países de Oriente Medio.

## Tipos de interés y divisas

Los tipos de interés se han mantenido en niveles reducidos en las principales economías, a pesar de que la Reserva Federal ha continuado aplicando una estrategia de normalización progresiva de su política monetaria. La inflación se mantuvo durante 2017 en niveles muy moderados, a pesar del aumento de los precios de las materias primas en el tramo final del año. Factores estructurales como la demografía, la globalización o la tecnología han provocado que la inflación no haya alcanzado los objetivos de los bancos centrales, que han aplicado políticas claramente acomodaticias.

El BCE ha mantenido los tipos de interés sin cambios durante el año 2017: el tipo de interés de referencia permaneció en 0%, el tipo de depósito en -0,4% y la facilidad marginal de crédito en 0,25%. Asimismo, el BCE continuó implementando su programa de compra de activos por un importe de 80.000 M€ mensuales hasta marzo y 60.000 M€ mensuales desde abril hasta diciembre. La aceleración del ciclo en la Eurozona y la expectativa de que la inflación se acerque al nivel objetivo del 2,0% en el medio plazo ha llevado al BCE a anunciar una reducción del programa de compra de activos desde 60.000 M€ hasta 30.000 M€ mensuales a partir de enero de 2018, un importe que estará vigente al menos hasta septiembre.

La Reserva Federal subió los tipos de interés en tres ocasiones durante 2017, desde el rango 0,50% / 0,75% hasta 1,25% / 1,50%. Asimismo, la Fed anunció en septiembre que iniciaría el proceso de reducción del tamaño de su balance, dejando de reinvertir algunos de los bonos del Tesoro y MBS que llegaran a su

vencimiento. Esta estrategia de normalización progresiva de la política monetaria refleja el momento más avanzado del ciclo expansivo en el que se encuentra EE.UU., pero no ha implicado un endurecimiento de las condiciones de financiación.

El Banco de Inglaterra se vio obligado a subir su tipo de interés de referencia desde 0,25% hasta 0,50% con el objetivo de frenar una creciente inflación provocada por la depreciación de la libra, mientras que el Banco de Japón ha persistido en su política monetaria muy laxa, caracterizada por un importante programa de compra de activos y un tipo de interés de referencia en -0,1%.

En el mercado de divisas, la nota más destacada del año 2017 ha sido la fortaleza del euro frente al resto de divisas. Destaca especialmente su apreciación frente al dólar desde 1,05\$ hasta 1,20\$ a lo largo del año, debido a las siguientes razones: (i) El crecimiento económico en la Eurozona ha sorprendido al alza y ha pesado más que unas subidas de tipos de la Fed ya descontadas por el mercado. (ii) Los riesgos de carácter geopolítico que afrontaba Europa a principios de 2017 han ido perdiendo relevancia por los desenlaces de las elecciones en Holanda, Francia y Alemania. El euro también se ha mantenido sólido frente a una libra penalizada por la incertidumbre del Brexit y un yen debilitado por la política monetaria muy expansiva del Banco de Japón y un crecimiento económico más lento en la primera parte del año.

## El Banco Central Europeo ha mantenido los tipos de interés sin cambios durante el año 2017.



## Bolsas y mercado de bonos

Las bolsas tuvieron un buen comportamiento a lo largo de 2017, con notables revalorizaciones en los principales mercados. La mejora del ciclo económico, el crecimiento de los resultados empresariales y la búsqueda por parte de los inversores de mayores niveles de rentabilidad que los ofrecidos por el mercado de renta fija fueron los principales catalizadores para las bolsas. Tras una primera parte del año muy positiva, los mercados europeos cerraron el año consolidando niveles, sin haber recuperado los máximos alcanzados en el primer semestre. Por el contrario, EE.UU. tomó el liderazgo en la segunda mitad del año y tanto el Dow Jones Industrials como el S&P500 obtuvieron notables revalorizaciones y alcanzaron nuevos máximos históricos. El fuerte repunte de las grandes compañías del sector tecnológico fue uno de los principales factores de impulso.

La progresiva aceleración del crecimiento en Japón y la depreciación del yen contribuyeron a impulsar la bolsa nipona, mientras que la renta variable emergente también evolucionó positivamente. Los principales índices emergentes repuntaron notablemente durante el año, reflejando la mejora del ciclo en estas economías y la progresiva puesta en marcha de algunas reformas estructurales.

En el mercado de renta fija, el elevado volumen de compras del BCE ha provocado que las tasas de rentabilidad del bono alemán a 10 años fueran muy reducidas e inferiores a 0,50% durante la mayor parte del año y que los diferenciales de deuda de países

periféricos se estrecharan. El proceso de consolidación fiscal llevado a cabo por estos países también ha contribuido a una reducción de las primas de riesgo. La política monetaria expansiva del BCE y la creciente solidez de los balances de las compañías ha provocado que los *spreads* de la deuda corporativa siguieran reduciéndose. En EE.UU., el mercado de deuda se caracterizó en 2017 por un progresivo aplanamiento de la curva de tipos de interés. A pesar de que los tipos a corto plazo fueron reflejando progresivamente las subidas de tipos de interés implementadas por la Fed, el tipo de interés del Bono del Tesoro a 10 años se mantuvo en niveles próximos pero inferiores a 2,50% durante la mayor parte del año, en un año de escasa volatilidad.

La siguiente tabla refleja la evolución de las principales bolsas mundiales en 2016 y 2017, siempre en divisa local.

Principales bolsas mundiales en 2017 y 2016			
Área geográfica	Índice	Var. % 2017	Var. % 2016
Japón	Nikkei 225	19,1%	0,4%
Estados Unidos	Nasdaq 100	31,5%	5,9%
Estados Unidos	S&P 500	19,4%	9,5%
Alemania	DAX	12,5%	6,9%
España	Ibex 35	7,4%	-2,0%
Francia	CAC 40	9,3%	4,9%
Eurozona	EuroStoxx 50	6,5%	0,7%
Reino Unido	FTSE 100	7,6%	14,4%
India	Sensex	27,9%	1,9%
China	CSI 300	21,8%	-11,3%
Brasil	Bovespa	26,9%	38,9%

### Ibex35 en 2017

**+7,4%** España