

---

# I. Situación general de los mercados

## I.1. EL ENTORNO EXTERIOR

La evolución de los mercados españoles de deuda pública durante el año 2000 ha discurrido, en términos generales, de forma paralela a lo sucedido en el conjunto de mercados financieros internacionales y, más concretamente, en estrecha sintonía con lo acontecido en los mercados correspondientes a los países del área del euro. Las pautas de comportamiento que habían caracterizado la economía internacional a lo largo del año 1999, y que estuvieron en la base de la evolución de los mercados financieros, se prolongaron durante una buena parte del año 2000 para, a partir de la segunda mitad de este año, asistir a un giro sustancial en las tendencias de la economía mundial, en general, y de los mercados financieros, en particular.

El positivo ritmo de crecimiento de la actividad a nivel mundial observado en 1999, prosiguió acelerándose a lo largo del primer semestre del año 2000, destacando de nuevo el comportamiento mucho más dinámico de la economía estadounidense, en comparación con la europea —a pesar, incluso, de la aceleración que experimentó esta última—, y la relativa atonía de la economía japonesa, que no termina de mostrar signos de una recuperación estable. Este clima general de crecimiento económico se vio acompañado de una evolución alcista de los precios, que, si bien no resultaba excesiva, sí que evidenciaba la existencia de tensiones inflacionistas debidas, en buena parte, al crecimiento que se vino observando en los precios del petróleo desde la primavera de 1999 y que continuó hasta el mes de noviembre del año 2000. Las autoridades monetarias de las principales economías occidentales aumentaron progresivamente el grado de restricción monetaria durante 1999, instrumentándolo mediante sucesivas subidas de los tipos de interés de intervención. Estas subidas continuaron durante la primera mitad del año 2000 en EEUU, permaneciendo los tipos de interés estables durante el resto del año. No fue así en el marco de la UEM, donde los tipos de interés de referencia fijados por la autoridad monetaria siguieron aumentando aún hasta el mes de octubre.

Los datos disponibles sobre el cuarto trimestre de 2000 avanzan un crecimiento de la economía mundial algo más débil como consecuencia de una desaceleración mayor que la esperada de la economía norteamericana. La inflación en EEUU, que en términos medios fue creciente para el conjunto del año, se mantuvo relativamente estable en el último cuatrimestre, al tiempo que los descensos del precio del petróleo observados desde noviembre redujeron, a nivel mundial, el conjunto de factores de riesgo de inflación adicional para el futuro más próximo.

Los mercados cambiarios mostraron durante el año 2000 una progresiva fortaleza del dólar, compatible tanto con el diferencial de rentabilidades esperadas entre EEUU y el resto de las principales economías occidentales como con la afluencia de capitales extranjeros dispuestos a financiar el fuerte proceso inversor de la economía americana, que ha estado en la base de su crecimiento en los últimos años. Esta tendencia apreciatoria del dólar respecto al euro se interrumpió en los dos últimos meses del año, en los que se produjo una sustancial recuperación del euro, que ha continuado en los primeros meses del presente año 2001. Durante la mayor parte del año, el yen mantuvo una situación de apreciación respecto al dólar, si bien esta situación se vio modificada sustancialmente en los últimos meses.

Las cotizaciones en los mercados bursátiles registraron importantes descensos en el año 2000 en la mayor parte de las economías occidentales, lo que ha podido influir en la desaceleración generalizada del consumo privado en la última parte del año y, consecuentemente, en la evolución del PIB. La evolución de los mercados internacionales de deuda pública mostró el diferente comportamiento de las rentabilidades a más largo plazo en EEUU y en la UEM, con una clara tendencia descendente en el primer caso, que también se produjo en el segundo, aunque de forma menos acusada. De este modo, el diferencial de rentabilidades a largo plazo entre EEUU y los mercados de deuda de la UEM se redujo de forma considerable a lo largo del año.

### 1.1.1. La coyuntura internacional

En la evolución de la economía mundial durante el año 2000 ha seguido siendo centro de atención el elevado crecimiento observado, una vez más, en EEUU. En efecto, las últimas estimaciones valoran el crecimiento de la economía norteamericana, en términos del PIB, en un 5 % para el conjunto del año 2000, lo que supone una aceleración respecto al 4,2 % registrado en 1999 (véase gráfico I.1). La demanda interna ha sido la pieza clave de este comportamiento, con un papel muy destacado tanto del consumo privado, que se estima que creció un 5,3 % en el conjunto del año, como de la formación bruta de capital privado, que creció un 9,3 %. Registros muy similares se habían producido en 1999 aunque, como se verá más adelante, la evolución trimestral a lo largo de ambos ejercicios recoge tendencias muy diferentes. El gasto público creció un 2,8 %, cinco décimas menos que en 1999, en línea con un tono ligeramente restrictivo de la política presupuestaria. Por su parte, la demanda exterior fa-

voreció la evolución del PIB —al tener una aportación menos negativa que en 1999 al crecimiento de este—, debido principalmente a una fuerte aceleración de las exportaciones que compensó parcialmente el también mayor aumento de las importaciones.

No obstante, los datos disponibles reflejan una importante desaceleración de la economía estadounidense en la segunda parte del año, como indican el crecimiento interanual del PIB del 3,4 % estimado para el cuarto trimestre del 2000, frente al 6,1 % que se registró en el segundo trimestre. Todos los componentes de la demanda interna están detrás de esta desaceleración, si bien conviene destacar el papel desempeñado por el consumo y la inversión privados.

El comportamiento que caracterizó el período anterior a la segunda mitad del 2000 puede resumirse como sigue. Por un lado, las familias, en un ámbito de expansión económica prolongada, con niveles cercanos al pleno empleo y con fuertes ganancias de capital como consecuencia de la progresiva revalorización bursátil en los últimos años, habían elaborado planes de gasto crecientes, que condujeron a un importante descenso de la tasa de ahorro de las economías domésticas. Esta tasa de ahorro se estima que, para el conjunto del año 2000, esté situada en el -0,1 % (medida como ahorro sobre renta personal), es decir, un desahorro. Por otro lado, ante las buenas perspectivas económicas prevalecientes durante un largo espacio de tiempo, se desarrolló un fuerte proceso inversor privado, que obtuvo una financiación relativamente fácil y proveniente del exterior, como consecuencia del positivo diferencial de rentabilidades esperadas que ofrecía la economía norteamericana frente a las alternativas existentes entre los restantes países industrializados, y toda vez que los descensos de la tasa de ahorro de las familias impedían a las empresas acudir al ahorro doméstico para financiar su actividad. El resultado combinado de ambos factores tuvo como resultado un progresivo empeoramiento del déficit por cuenta corriente (que puede estimarse que en el año 2000 haya alcanzado el 4,7 % del PIB) debidamente financiado con las entradas de capitales exteriores mencionadas.

Pero desde la segunda mitad del año 2000, la economía norteamericana comenzó a mostrar síntomas inequívocos de desaceleración, como consecuencia de los cuales tuvo lugar una corrección significativa de las expectativas de beneficios empresariales que, junto con una desaceleración de la renta personal y, probablemente, las pérdidas de valor que mostró la riqueza financiera de las familias, han estado

en la base de la desaceleración observada de la inversión y el consumo privados.

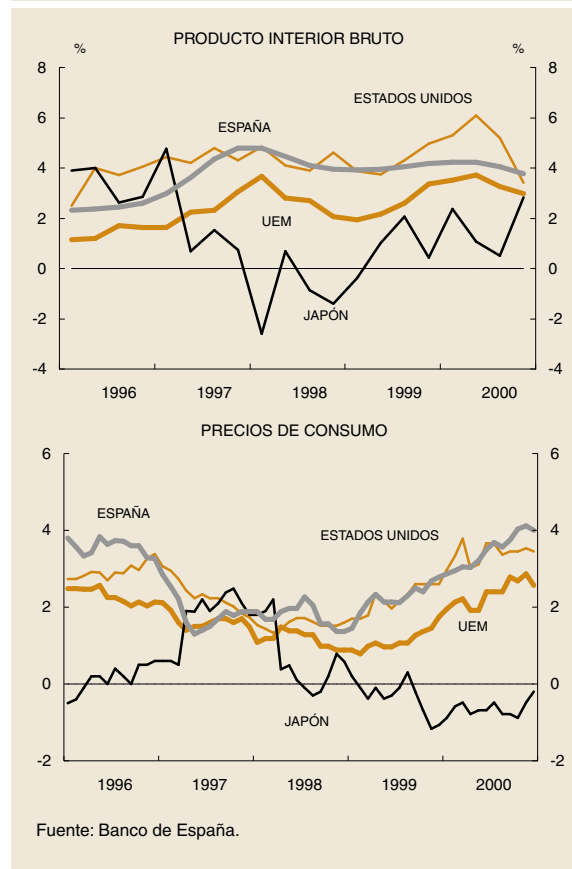
Por otra parte, la evolución de los precios de consumo durante el año mantuvo, por lo general, la pauta de inflación creciente ya observada durante 1999, en un entorno de progresivo encarecimiento del petróleo. No obstante, el hecho de haber observado un crecimiento no acelerado de los precios de consumo en los tres últimos meses del año 2000 pudo influir en la autoridad monetaria para considerar oportuno dar por concluido el tono progresivamente más restrictivo que había comenzado en junio de 1999 y que terminó en mayo del 2000, fecha desde la cual los tipos de intervención se mantuvieron en el 6,5 %, después de haber registrado un aumento de 100 pb (puntos básicos) en el conjunto del año 2000, tras otros 75 pb de aumento en 1999. De esta forma, el día 3 de enero de 2001 disminuyó en medio punto porcentual el tipo de interés objetivo de los Fondos Federales —comenzando un proceso de sucesivos descensos que, hasta finales de marzo del presente año 2001, ha acumulado 150 pb de reducción— ante la situación comentada de empeoramiento de los indicadores de confianza y la pérdida de poder adquisitivo de empresas y familias por el aumento de los precios del petróleo durante casi la totalidad del año. La tendencia descendente de los tipos de interés a largo plazo durante todo el año 2000 fue reflejo, igualmente, de que los mercados anticiparon el cambio de orientación de la política monetaria, comenzando a considerar menores expectativas de crecimiento y descontando, así, descensos de los tipos de interés de intervención, como finalmente ocurrió.

En la zona del euro, el año 2000 se cerró con un crecimiento de la actividad que, en términos de PIB, se estima en un 3,4 % y que representa una aceleración significativa respecto al crecimiento del 2,5 % correspondiente a 1999. No obstante, debe hacerse notar que, como en el caso de EEUU, el crecimiento del año 2000 empezó a presentar un perfil trimestral de desaceleración en la segunda mitad del año.

El crecimiento del área en su conjunto llevó consigo un importante acercamiento relativo entre los ciclos económicos de los distintos países que integran la UEM, reflejando una aceleración que principalmente ha tenido lugar en aquellos países que se encontraban en fase de recuperación al finalizar el ejercicio 1999 (Alemania, Italia), mientras que las economías que ya se encontraban en la fase alcista (España, Holanda y, en alguna medida, Francia) han mantenido tasas de crecimiento más similares a las de 1999 (véase gráfico I.2).

GRÁFICO I.1

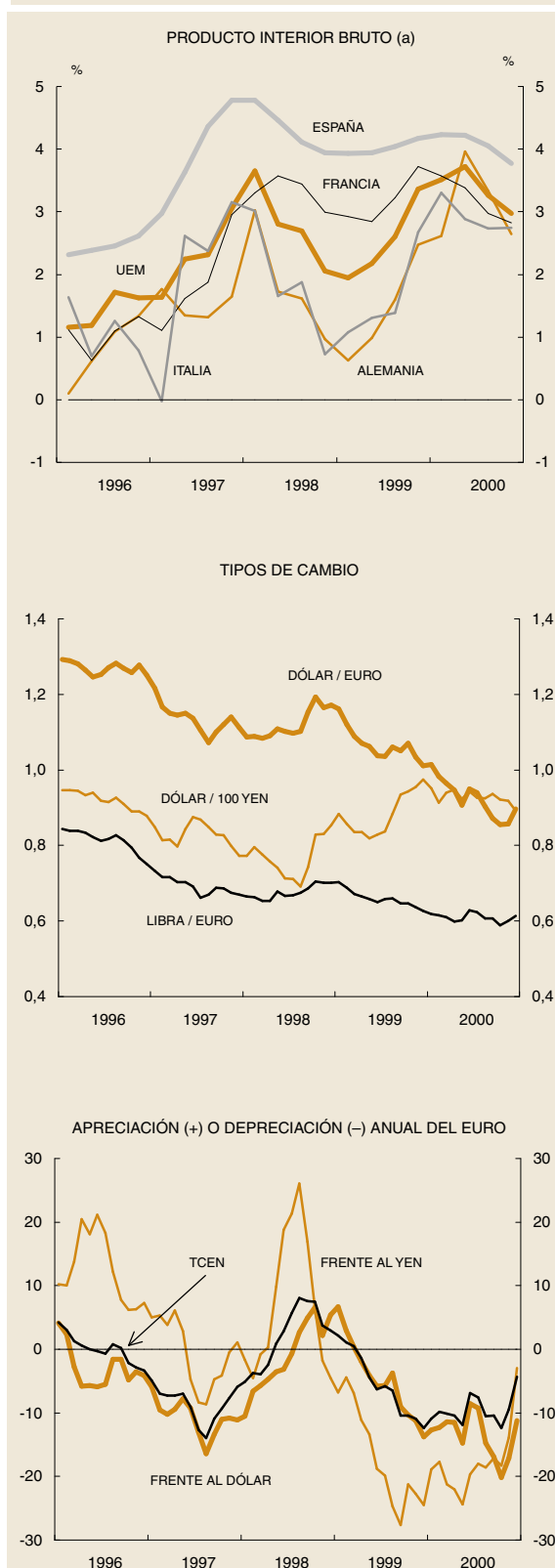
### Evolución de la actividad y de la inflación Tasas de variación interanuales



El principal factor impulsor de la aceleración de la actividad fue el crecimiento de la demanda externa, que contribuyó en un 0,6 % al crecimiento del PIB, cifra que contrasta con la aportación negativa (-0,5 % del PIB) registrada en 1999. Una mayor aceleración de las exportaciones (un 11,7 % de crecimiento en el 2000, frente a un 4,7 % en 1999) que de las importaciones (10,4 % en el 2000, frente al 6,7 % en 1999) explica el cambio de signo de la contribución del comercio exterior al crecimiento de la actividad entre un año y otro. Sin embargo, el papel de la demanda interna en relación con el crecimiento del PIB del año 2000 fue muy similar al observado en 1999. El consumo privado se estima que creció un 2,6 % en el año 2000 (un 2,8 % en 1999), aunque es desde la segunda mitad del año cuando se comenzó a observar esta desaceleración, que tanto los indicadores de confianza de los consumidores como los índices de ventas del comercio al por menor adelantan que puede ser mayor aún en el futuro próximo. Por su parte, la formación bruta del capital fijo ha mostrado un crecimiento del 4,6 %, lo que significa una clara desaceleración frente al crecimiento del 5,3 % observado en 1999.

GRÁFICO I.2

## Actividad y tipos de cambio



Fuente: Banco de España.  
(a) Tasas de variación interanual.

La pérdida de capacidad adquisitiva derivada del comportamiento de los precios del petróleo, junto con la orientación menos expansiva de la política monetaria, que tuvo lugar en la zona del euro desde noviembre de 1999, tienden a explicar la desaceleración de la inversión a lo largo de todo el año 2000 y el cambio en la tendencia del consumo privado en la segunda parte del mismo. Igualmente, los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles en la última parte del año podrían haber reprimido el consumo privado aún en mayor medida a lo largo del último trimestre.

El comportamiento de los precios en la zona del euro se ha visto condicionado fuertemente por el progresivo encarecimiento del crudo observado en los dos últimos años y por la tendencia depreciatoria del euro respecto del dólar, que determinó que el tipo de cambio efectivo nominal del euro descendiera un 10,4 %, en términos medios, entre el año 1999 y el 2000 (véase el gráfico I.2). De este modo, la inflación interanual en términos del IAPC fue del 2,6 % en el año 2000 (1,8 % en 1999) —por encima de las cifras que se consideran representativas de la estabilidad de precios—, con lo que, por el momento, se ha seguido manteniendo el tono más restrictivo impuesto por la política monetaria iniciado en la última parte de 1999. El BCE instrumentó este tono más restrictivo a través de sucesivas alzas de su tipo básico de intervención (el de las operaciones principales de financiación), el cual acumuló un aumento de 175 puntos básicos en el año 2000. La recuperación del tipo de cambio del euro en la última parte del 2000 —como consecuencia de las peores expectativas de crecimiento de la economía norteamericana— y su posible efecto sobre los ligeros descensos de la inflación no han hecho que la autoridad monetaria reduzca significativamente su percepción de riesgos inflacionistas a medio plazo aún latentes, por lo que, en los primeros meses del año 2001, el BCE ha seguido manteniendo el tipo mínimo de las operaciones principales de financiación en el 4,75 %.

Por lo que se refiere a la política fiscal, la mayor parte de las economías de la zona se han ajustado a los saldos presupuestados al comienzo del año, con un comportamiento notable de los ingresos provenientes de los impuestos indirectos, como consecuencia del crecimiento general de la economía y de la evolución de los precios del petróleo, mientras que los gastos han tendido a ser superiores a los presupuestados inicialmente.

Los niveles de actividad observados en Japón hacen dudar seriamente de una recuperación cierta de su economía. Se estima para el año 2000 un crecimiento del PIB de un 1,7 %,

asociado, principalmente, a un aumento de la demanda de bienes de consumo de tan solo un 0,5 % y de una formación bruta del capital fijo que se estima que tan solo creció un 1,1 %. No obstante, las estadísticas disponibles sobre el cuarto trimestre permiten entrever indicios de una relativa mejora tanto del consumo público y privado como de la inversión. El comportamiento deflacionista de los precios enmarca este escenario de atonía global que sigue caracterizando a la economía japonesa.

En las economías del sudeste asiático se observaron tasas elevadas de crecimiento, a pesar del negativo efecto de la evolución de los precios del petróleo, si bien la desaceleración observada en los EEUU en los últimos trimestres del año 2000 ha podido comenzar a reflejarse en los sectores exportadores de muchos de estos países. Algo similar puede que esté ocurriendo en los países de América del Sur, donde el año 2000 se cerró con un crecimiento conjunto en torno al 4 %, que incluye, por un lado, la buena evolución de las economías mexicana, brasileña y chilena y, por otro, la debilidad mostrada por la economía argentina, que tratará de ser combatida gracias a los acuerdos financieros alcanzados con el FMI en la última parte del año 2000. A pesar del efecto negativo de la evolución norteamericana sobre el sector exportador de los países del cono sur, los descensos de los tipos de interés que se han venido observando en EEUU, a partir del cambio de tono de su política monetaria en el comienzo del presente año 2001, podrían mejorar sensiblemente las condiciones financieras que prevalecen en dicha área.

### **I.1.2. Los mercados financieros internacionales**

Los principales mercados financieros internacionales reflejaron bastante fielmente la situación económica a nivel mundial, caracterizada por: el crecimiento generalizado (con tendencia a la desaceleración en la segunda mitad del año); las diferencias relativas a la fase del ciclo económico en que las principales áreas económicas se encontraban; las tensiones inflacionistas, con origen tanto en la evolución de los precios del petróleo como en el crecimiento observado de la demanda; las políticas monetarias tendentes a controlar dichos riesgos inflacionistas; las políticas fiscales guiadas por un objetivo de consolidación presupuestaria; y, por último, las necesidades de financiación que la actividad real requirió y los flujos de capitales que ello supuso.

El nivel de los tipos de interés a largo plazo existentes en EEUU mantuvo un diferencial positivo frente a los correspondientes a la zona

del euro, aunque se redujo significativamente durante el año 2000. En concreto, el diferencial correspondiente a la deuda pública a diez años disminuyó alrededor de 80 pb para situarse, en diciembre, en torno a unos 25 pb (véase gráfico I.3). Esta evolución, sin duda, recoge en buena parte una reducción sustancial en las expectativas de crecimiento en EEUU y el esperado cambio en la política monetaria de la Reserva Federal.

La rentabilidad de la deuda pública norteamericana a medio plazo (tres años) no ha seguido una evolución tan decididamente decreciente en el año 2000 como lo hizo la correspondiente a diez años, mostrando solo esa tendencia descendente a partir del mes de septiembre. Como resultado de esta distinta evolución tuvo como consecuencia que, desde febrero del año 2000, el diferencial de rentabilidades entre el bono a diez años y el bono a tres años fuera negativo.

En la zona del euro, la negociación en los mercados interbancarios y los precios de la deuda pública cotizados en los distintos segmentos temporales llevaron a una progresiva convergencia de las rentabilidades negociadas, que se terminaron situando al final del año en torno al 5 % (ver gráfico I.4). Entre enero y diciembre, la rentabilidad de la deuda pública a diez años descendió algo más de 60 pb y se situó en este último mes alrededor del 5,1 %, mientras que la rentabilidad de la referencia a tres años siguió su tendencia creciente hasta el mes de agosto y, solo a partir de ese momento, inició una trayectoria descendente, situándose finalmente en torno al 4,8 %. Con todo, el diferencial entre las referencias a diez y tres años terminó siendo en diciembre de unos 30 pb, mientras que en enero del 2000 esta cifra se había situado por encima de los 100 pb.

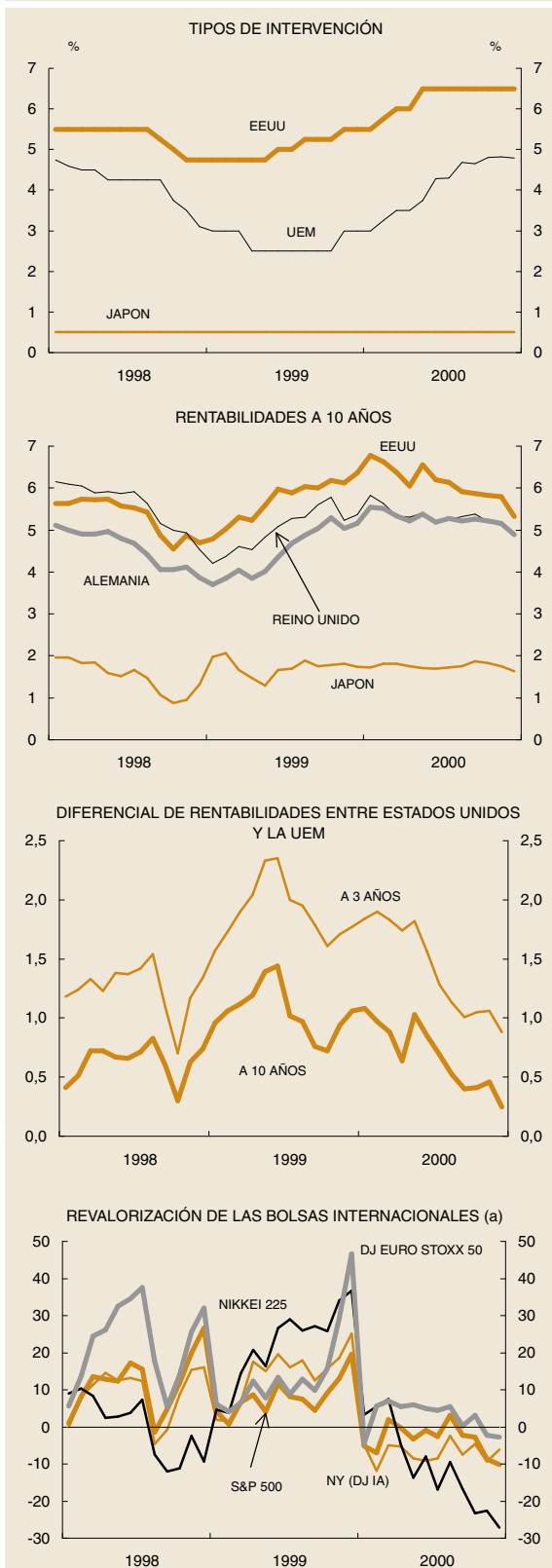
Por su parte, los diferenciales de rentabilidad de la deuda a largo plazo entre Alemania y los restantes países de la zona del euro han tendido a aumentar a lo largo del año. En el caso español este diferencial se situó a final de año alrededor de los 30 pb, mientras que un año antes este diferencial era de unos 22 pb. En Austria y Bélgica los diferenciales frente a Alemania eran, en diciembre del año 2000, algo más de 10 pb más altos que un año antes, mientras que en Italia y Luxemburgo dichos diferenciales aumentaron alrededor de 20 pb.

Las cotizaciones en los mercados bursátiles registraron también un cambio radical a lo largo del año 2000, después de haber proporcionado importantes ganancias de capital el año anterior. En concreto, el índice norteamericano S&P 500 mostró un descenso acumulado para el



GRÁFICO I.3

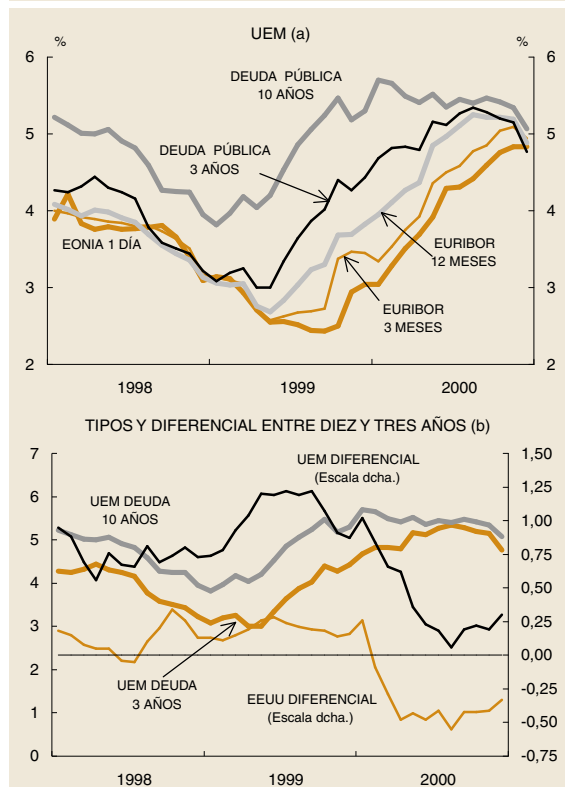
**Tipos de interés, rentabilidades y revalorización en bolsa**



Fuente: Banco de España.  
(a) Revalorización acumulada durante un año.

GRÁFICO I.4

**Tipos de interés**



Fuente: Banco de España.  
(a) Las rentabilidades de la deuda pública de la UEM son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países de la zona euro.

conjunto del año del 10,1 %, y el índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York descendió un 6,2 %. Esta evolución reflejó en buena medida el progresivo empeoramiento de las expectativas de beneficios empresariales que se fueron observando desde la primavera. No obstante, la mayor parte del descenso general de las cotizaciones se localizó en el último trimestre del año, cuando los indicadores económicos mostraron de forma clara la ralentización del proceso de crecimiento económico. La evolución de las bolsas de EEUU tuvo un gran efecto de arrastre sobre el resto de los mercados bursátiles internacionales. En la zona del euro, el índice Dow Jones EURO STOXX amplió registró una caída anual del 5,9 %, mientras que, en Japón, el índice NIKKEI acumuló pérdidas mucho más notables, cifradas en un 27,2 %.

Los mercados cambiarios reflejaron la mejor posición relativa de la economía norteamericana y los diferenciales positivos de rentabilidades a largo plazo respecto a la economía europea. En términos anuales medios, el dólar se apreció frente al euro un 13,4 % en el año 2000 y un

6,3 % frente a la libra esterlina. Por su parte, el yen se apreció frente al dólar un 5,2 % en media anual, si bien, en diciembre había acumulado una depreciación frente a la moneda de EEUU del 8,5 % en relación con diciembre del año anterior. No obstante, los tipos de cambio del dólar frente al euro se recuperaron a favor de este último en los dos últimos meses del año, una vez que se consolidaron, tanto las perspectivas más pesimistas sobre la economía de EEUU, como los descensos de los diferenciales de tipos de interés a largo plazo. El peso del dólar en el volumen de intercambios internacionales de la zona del euro llevó a que el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a países desarrollados se depreciara durante el año 2000 un 10,5 % en términos medios, mientras que la depreciación acumulada en diciembre respecto a diciembre de 1999 fue menor (un 5,2 %). La mayor debilidad del euro se registró en octubre, momento en que la depreciación acumulada durante el año se situó en el 9,4 %.

## I.2. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los indicadores generales de actividad mostraron que la economía española, a lo largo del año 2000, creció a ritmos similares a los del año anterior y propios de una etapa alcista del ciclo económico. En concreto, el PIB real se estima que creció, en términos medios anuales, un 4,1 %, lo que supone una ligera aceleración respecto al crecimiento medio anual de 1999, que fue del 4 %. No obstante, la composición y el perfil temporal de estas tasas de crecimiento resultaron muy distintas en uno y otro año. Por un lado, los componentes de la demanda interna han contribuido en menor medida al crecimiento en el año 2000 que en el ejercicio anterior, mientras que el comportamiento de la demanda externa ha sido el factor que, finalmente, permitió un crecimiento del PIB ligeramente superior.

La demanda privada de bienes de consumo creció un 4 % en el año, cifra que supuso una sustancial desaceleración respecto al crecimiento del 4,7 % registrado en 1999. El comportamiento de las familias estuvo fuertemente condicionado por las pérdidas de renta real —que tuvieron lugar como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo— y por el empeoramiento de las expectativas de las economías domésticas. Durante el año 2000 se registraron pérdidas importantes de valor de la riqueza financiera con origen en activos bursátiles y subidas de los tipos de interés que llevaron a las familias a replantearse sus decisiones intertemporales de gasto y ahorro. Aun así, el crecimiento del consumo fue superior al de la renta disponible, por lo que la tasa de ahorro de las familias empeoró de forma sustancial. La

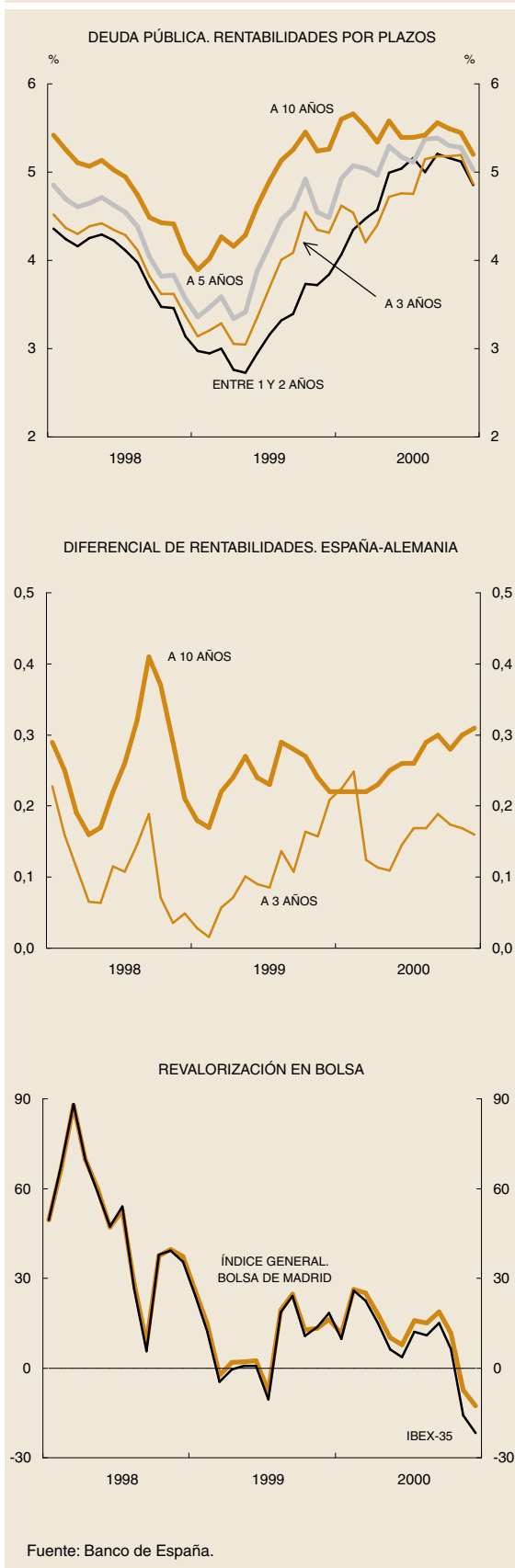
tradicional capacidad de financiación de las economías domésticas se vio adicionalmente mermada como consecuencia de la fuerte demanda de créditos para la adquisición de vivienda, que siguió caracterizando el año 2000, tras los fuertes crecimientos ya observados en 1999. En cualquier caso, se prevé que la contención esperada del consumo en la primera parte del año 2001 y el mantenimiento del tono de la política monetaria reconduzcan la tasa de ahorro y la capacidad de financiación de las familias a niveles más propios de un sector que tradicionalmente ha sido financiador neto de la actividad económica.

La demanda de bienes de inversión también observó una desaceleración importante. Por un lado, la formación bruta de capital fijo correspondiente a bienes de equipo se estima que pudo crecer un 5 % durante el año 2000, frente al 8,7 % registrado en 1999, mientras que, por otro lado, la correspondiente a construcción creció a un ritmo del 6,4 %, frente al 9 % observado en 1999. A pesar de que las empresas siguen manteniendo una posición financiera relativamente saneada y unos niveles bastante elevados de rentabilidad, una buena parte del menor crecimiento de la inversión empresarial debe atribuirse al aumento de los tipos de interés que se observó desde los últimos meses de 1999.

La demanda exterior neta, que en 1999 contribuyó negativamente al crecimiento del PIB en un 1,5 %, tuvo un mejor comportamiento durante el año 2000, cuando dicha contribución negativa se redujo hasta un 0,1 %. Por un lado, las exportaciones crecieron un 10,8 % (un 6,6 % en el año 1999), favorecidas por el generalizado crecimiento de la economía mundial y por la depreciación experimentada en la cotización del euro. Por otra parte, las importaciones registraron un crecimiento del 10,4 %, lo que supuso una relativa desaceleración respecto del 11,9 % observado en 1999, como consecuencia directa de la evolución comentada de la demanda interna a lo largo del año y de la depreciación del euro.

En cuanto a los precios, estos mantuvieron durante todo el año una tendencia de crecimiento acelerado, acumulando en diciembre una tasa de variación interanual del 4 %. El encarecimiento de los precios de la energía y del conjunto de productos importados, como consecuencia de la tendencia depreciatoria del euro, junto con el aumento de los costes laborales determinaron esta evolución. No obstante, en España las tensiones inflacionistas terminaron siendo de mayor intensidad que en el resto de los países de la zona del euro. El hecho de que la variación interanual en diciembre del IAPC español superara al promedio observado en la UEM en 140 puntos básicos —en torno a 40 puntos básicos más que un

GRÁFICO 1.5

Indicadores financieros  
España

año antes— refleja una continuada pérdida de competitividad de la economía española en relación con la zona del euro.

I.3. EL MERCADO ESPAÑOL  
DE DEUDA PÚBLICA

Las necesidades financieras del Estado, en un entorno de consolidación presupuestaria como el vigente en el ámbito de la Unión Europea, facilitaron al Tesoro su capacidad para modificar la estructura temporal de la deuda pública, favoreciendo un alargamiento de su vida media. La coyuntura del mercado de deuda permitió al Tesoro elevar el saldo vivo nominal de deuda pública más allá de las necesidades financieras requeridas, por lo que el exceso de financiación se reflejó en el considerable aumento de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España.

El rasgo más destacable de la negociación en el mercado secundario durante el año 2000 fue la recuperación registrada respecto a 1999. Este aumento de los volúmenes contratados se centró en la negociación entre titulares y, más concretamente, en bonos y obligaciones y en operaciones simultáneas y *repos*. Por el contrario, la negociación con terceros disminuyó respecto al año anterior. Debe destacarse, igualmente, un nuevo aumento de la actitud inversora de los terceros no residentes (en la operativa a vencimiento con instrumentos a medio y largo plazo) y la tendencia desinversora de los denominados inversores institucionales.

Las rentabilidades observadas en España por los diferentes instrumentos y plazos no han arrojado información muy distinta de la que se deriva de las rentabilidades por plazos para el conjunto de la UEM. Las rentabilidades han mantenido tendencias muy homogéneas en todos los países de la UEM. No obstante, en el plazo de diez años, el diferencial entre la deuda española y la alemana (y en media, frente al conjunto de la UEM) aumentó ligeramente hasta situarse en unos 30 pb en diciembre del 2000, frente a los 22 pb observados un año antes (véase gráfico 1.5).

En conjunto, en España se ha asistido a una reducción de los diferenciales de rentabilidad entre la deuda a largo y a medio plazo, que en diciembre del 2000 eran del orden de 35 pb, mientras que un año antes rondaban los 95 pb. Este aplanamiento de la curva tipo-plazo observada a final del año estuvo determinada por un aumento de alrededor de 100 pb en las rentabilidades negociadas en los plazos entre 1 y 2 años, el incremento de unos 55 pb en la deuda a 3 y 5 años y, por último, un descenso de unos 5 pb de las rentabilidades a 10 años.