

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

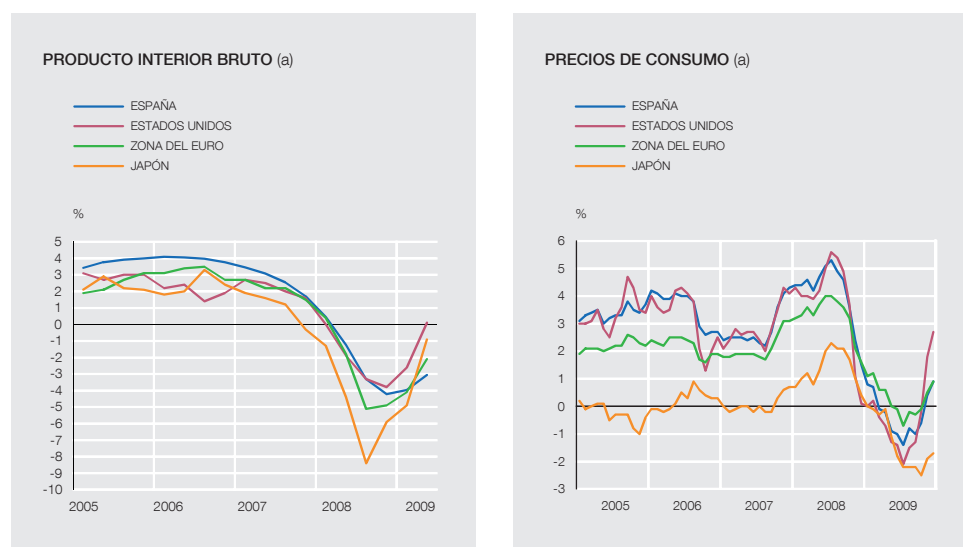
1.1 La situación económica y financiera general

Tras una primera parte del año en la que prosiguió la inestabilidad general observada el año anterior, el funcionamiento de los mercados financieros y los niveles de actividad económica mejoraron poco a poco. En un entorno de escasas presiones inflacionistas por la caída del precio del petróleo durante la segunda mitad de 2008 y de niveles de actividad económica con crecimientos negativos, los bancos centrales nacionales redujeron o mantuvieron sus tipos de interés de intervención en niveles muy bajos y tomaron medidas no convencionales de política monetaria¹. A esto hay que añadir los planes de ayuda fiscal aprobados por los gobiernos de las principales economías desarrolladas y las medidas de apoyo a los sistemas financieros. El conjunto de estas medidas contribuyó a mejorar el funcionamiento de los mercados y a facilitar el acceso de las entidades de crédito a la financiación y, de forma indirecta a través de estas, de las empresas y familias, aunque el crédito al sector privado mostró un avance débil o un retroceso en la mayoría de las principales áreas económicas. El proceso de reactivación económica, iniciado en el tercer trimestre, continuó hasta final de año, una vez que Estados Unidos, Japón y el área del euro retomaron tasas de crecimiento positivas y las economías emergentes recuperaron mayores ritmos de expansión, lideradas por los desarrollos en los países asiáticos, particularmente en China.

En general se ha producido un deterioro de las finanzas públicas como consecuencia de la contracción de la actividad y de la ejecución de los planes de impulso fiscal. Por su parte, la inflación mundial, tras registrar valores negativos durante algunos meses, empezó a repuntar a finales de año, una vez que se cancelaron los efectos base provocados por el aumento del precio del petróleo en el primer semestre de 2008, si bien las expectativas sobre la evolución futura de los precios continuaron siendo moderadas, dada la fuerte contracción del consumo de las familias. En los mercados monetarios y financieros las tensiones observadas desde principios de año se fueron disipando, mejorando el funcionamiento y la integración de los mercados. La orientación de la política monetaria continuó siendo expansiva a finales de año por parte de los bancos centrales de los principales países desarrollados, aunque algunos anunciaron y comenzaron a instrumentar planes para la retirada de las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez.

En Estados Unidos, el PIB experimentó una contracción anual del 2,4% en 2009, frente al leve crecimiento del 0,4% de 2008 (véase gráfico 1.1). Hay que señalar que en la segunda mitad del año se registraron tasas de crecimiento trimestral positivas. Las principales causas de esta contracción del crecimiento, al igual que en la desaceleración observada en 2008, fueron el desfavorable comportamiento del consumo y el fuerte descenso de la formación bruta de capital fijo privado, que no pudieron ser corregidas totalmente por la buena evolución del gasto público y del comercio exterior, debido en este último caso al retroceso de las importaciones. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC se situó en el conjunto de 2009 en -0,3%, para terminar en 2,7% en diciembre, frente al 0,1% registrado en diciembre de 2008. El descenso que registró la inflación en el conjunto del año vino explicado, en gran medida, por la reducción del precio del petróleo iniciada en verano de 2008 y por la debilidad de la demanda. Por su parte, la Reserva Federal mantuvo inalterados los tipos de

1. Las medidas no convencionales de política monetaria trataban de reforzar el proceso de transmisión de la misma a los agentes finales de la economía, dificultado por el anómalo funcionamiento de los mercados financieros durante el período de turbulencias. Estas medidas incluyeron: compras de valores de renta fija públicos y privados, ampliación sustancial de los plazos de inyección de la liquidez a través de las operaciones de financiación, *repos* y *swaps* en otras divisas, etc.



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

interés oficiales durante 2009, permaneciendo estos en un rango objetivo entre el 0% y el 0,25%; indicó, asimismo, que probablemente se van a mantener en niveles bajos durante un largo período. Además, la Reserva Federal adoptó medidas no convencionales de política monetaria con objeto de fomentar la concesión de créditos al sector privado e inició un programa de compras de valores a largo plazo para mejorar el funcionamiento de los mercados de crédito, aunque ha anunciado que las irá retirando gradualmente a medida que los mercados financieros vayan funcionando correctamente.

En sintonía con la evolución de la economía mundial, el PIB en Japón se deterioró notablemente en el primer trimestre, para expandirse un 0,7% y 0,3% trimestral en el segundo y tercer trimestre de 2009, sustentado fundamentalmente en la recuperación de las exportaciones, reflejo, en parte, de la fuerte recuperación de las economías asiáticas y de las medidas de apoyo fiscal. Para el conjunto del año, el PIB se contrajo un 5% comparado con la contracción del 1,2% registrada en 2008. La tasa de variación interanual de los precios tomó valores negativos a partir de febrero, situándose en diciembre de 2009 en -1,7%, comparado con el 0,4% registrado en 2008. El Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial del dinero en el 0,1%, y continuó comprando bonos del Gobierno a vencimiento.

En cuanto al Reino Unido, en el conjunto de 2009 el PIB se contrajo un 4,9% frente al aumento del 0,5% observado en 2008. El Banco de Inglaterra inició un programa de compras de activos y recortó el tipo de interés oficial en tres ocasiones a lo largo del año, acumulando un descenso de 1,50 puntos porcentuales (pp), para terminar situándolo en el 0,5%. Por su parte, la inflación en términos interanuales fue del 2,9% en diciembre, comparado con el 3,1% registrado un año antes.

China también se vio afectada en menor medida por la situación económica general y mostró una ligera desaceleración del PIB, que pasó del 9,6% en 2008 al 8,7% en 2009. El crecimiento del IPC se situó en diciembre de 2009 en el 1,9%, comparado con el 1,2% registrado un año antes. En América Latina, la actividad económica se contrajo fuertemente a principios de año, recuperándose a partir del segundo trimestre como consecuencia del aumento de la demanda, del incremento en los precios de las materias primas y de las medidas de apoyo

fiscal adoptadas. Por su parte, las presiones inflacionistas cedieron a lo largo del ejercicio, situándose en el 5,3% interanual en diciembre en promedio de toda la región, lo que permitió a los bancos centrales relajar las condiciones monetarias durante la primera parte del año.

En el área del euro, el PIB en 2009 retrocedió un 4%, frente al aumento del 0,5% observado en 2008, aunque debe destacarse que se registraron tasas de crecimiento intertrimestral positivas a partir del tercer trimestre tras cinco períodos consecutivos de descensos. Desde el punto de vista de la demanda, la contracción de la actividad vino explicada por la fuerte caída de la formación bruta de capital fijo, del consumo privado y del comercio exterior. Solo el consumo público logró mantener cierto dinamismo, como consecuencia de las medidas de apoyo fiscal adoptadas por los gobiernos. Los países que más contribuyeron a la recuperación a partir del tercer trimestre fueron Alemania, Francia e Italia. La inflación del área después de registrar valores negativos durante la mayor parte del año, debido, en gran medida, al efecto base asociado al comportamiento pasado del precio de la energía, volvió a valores positivos a partir de noviembre, registrándose una variación interanual del IAPC del 0,3% en el promedio del año y del 0,9% en diciembre (1,6% en el mismo mes de 2008), que representó la tasa más baja desde el establecimiento de la Unión Monetaria en 1999.

El Consejo de Gobierno del BCE recortó en cuatro ocasiones su tipo de interés oficial entre enero y mayo de 2009, acumulando un descenso de 150 pb en 2009 y 325 pb desde octubre de 2008. El tipo de interés de las operaciones principales de financiación se mantuvo desde mayo en el 1%. Además, en el marco de las medidas no convencionales de apoyo reforzado al crédito, en la línea adoptada por el Eurosistema de proveer liquidez abundante a plazos más dilatados desde el comienzo de la crisis, se anunciaron nuevas operaciones con vencimiento a un año, cuyas subastas se celebraron en junio, octubre y diciembre. En julio, el Eurosistema inició también un programa de compras de bonos garantizados (*covered bonds*), que se extenderá hasta finales de junio de 2010 con un importe objetivo conjunto de 60.000 millones de euros, con el fin de dar soporte al mercado de este tipo de activos, que constituyen una importante vía de financiación para el sistema bancario del área. Aunque el BCE mantuvo una política de provisión de liquidez abundante, ante la paulatina normalización de las condiciones en los mercados financieros, anunció en diciembre el inicio de la retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera.

Por su parte, en el ámbito fiscal, es preciso destacar el notable deterioro experimentado por las cuentas públicas. Los ministros de la Unión Europea llegaron a un acuerdo para garantizar que la estrategia de salida a los planes de estímulo fiscal y de apoyo al sector financiero se realice de forma coordinada y no obstaculice la incipiente recuperación económica. La senda de corrección de los desequilibrios presupuestarios será todavía compatible con un tono de política fiscal expansivo en 2010 para el conjunto del área, y todos los países deberán realizar esfuerzos de consolidación elevados como muy tarde a partir de 2011.

La economía española, por su parte, registró en 2009 una contracción del PIB de 3,6%, comparado con un crecimiento del 0,9% en 2008. La fuerte reducción de la inversión en bienes de equipo y en construcción y el descenso del consumo privado fueron las principales razones de la contracción del PIB, no pudiendo esta ser compensada con la contribución positiva de la demanda exterior neta (resultado de una mayor contracción de las importaciones que de las exportaciones) y del gasto público. En cuanto a los precios, las tendencias contractivas del gasto influyeron sobre la trayectoria de la inflación, que también se vio afectada por el efecto base asociado al precio de la energía, de modo que registró valores negativos en los meses centrales del año, situándose, en media del año, en -0,3%, para terminar en diciembre en 0,8%, frente al 1,4% del último mes de 2008. Además, el diferencial de inflación frente al con-

junto de países del área del euro, medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue negativo, al cifrarse en el promedio del año en $-0,6$ pp, por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria, período en el que apenas había mostrado oscilaciones respecto a su media de $0,9$ pp.

1.2 Los mercados financieros internacionales

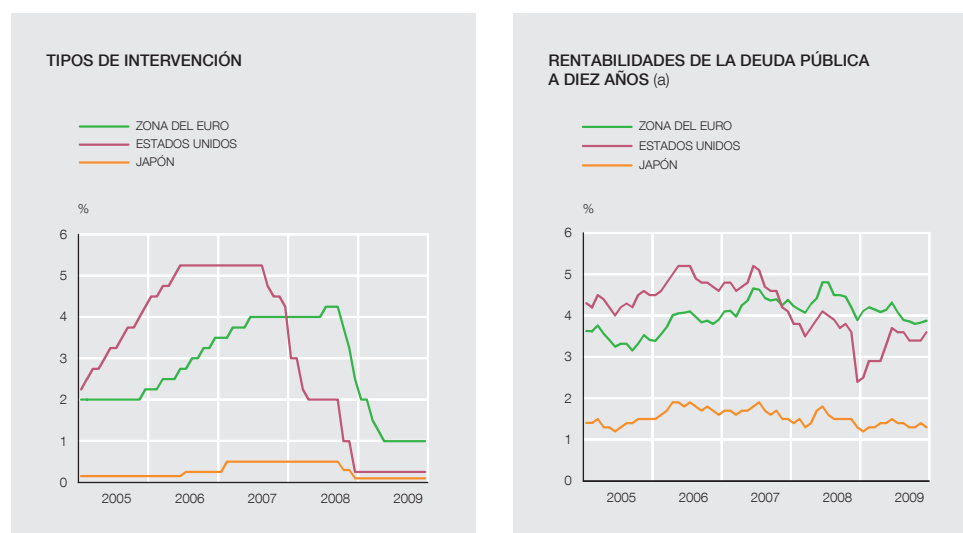
Las medidas de apoyo financiero y fiscal aprobadas por los gobiernos de las principales economías y las políticas no convencionales adoptadas por los bancos centrales mejoraron las perspectivas económicas y el funcionamiento de los mercados financieros. El resultado fue una reducción de la volatilidad, de los diferenciales y de los tipos de interés en los mercados monetarios. Las rentabilidades de los bonos a largo plazo se mantuvieron en niveles similares a los del cierre de 2008 en la zona del euro, mientras que repuntaron considerablemente en Estados Unidos, por lo que el diferencial entre ambas áreas se redujo de forma notable. Por su parte, las bolsas internacionales experimentaron importantes recuperaciones a partir del segundo trimestre del año, a medida que mejoraban las perspectivas económicas y disminuía la aversión al riesgo por parte de los inversores. Finalmente, en los mercados cambiarios destacó la ligera depreciación del dólar frente a la mayoría de las principales divisas, excepto el yen, en el conjunto de 2009.

Respecto a los tipos de interés a largo plazo, conviene recordar que, a principios de 2009, partían de niveles históricamente bajos a ambos lados del Atlántico por las fuertes reducciones de los tipos de intervención oficiales, la revisión a la baja de las expectativas inflacionistas y el incremento de la demanda de deuda pública, favorecida por la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. La evolución de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y en Estados Unidos fue distinta, aunque en ambas áreas estuvo marcada por un cambio de tendencia. Durante el primer semestre, las rentabilidades subieron en ambas regiones, pero, mientras que en la zona del euro cedieron en la segunda mitad del año en la misma magnitud que la subida anterior, cerrando en niveles similares a los observados al final del ejercicio de 2008, en Estados Unidos cedieron solo ligeramente, es decir, con menor intensidad que las subidas registradas previamente, y, por tanto, acabaron en niveles superiores a los observados al cierre de 2008 (véase gráfico 1.2). En el caso de Japón, se observó una evolución a lo largo del período muy parecida a la descrita para el área del euro, pero en niveles bastantes inferiores, lo cual viene siendo característico de la economía nipona desde hace ya varios años.

Como consecuencia de lo anterior, en el área del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en promedio de diciembre de 2009 en un $3,88\%$, nivel que comparado con el $3,89\%$ registrado en promedio en el mismo mes de 2008 supuso una reducción de solo 1 pb. Por el contrario, las rentabilidades a diez años en Estados Unidos se situaron en promedio de diciembre de 2009 en un $3,59\%$, que, comparado con el $2,44\%$ registrado un año antes, supone un incremento de 115 pb. En el caso de Japón, las rentabilidades a diez años registradas en el promedio de diciembre de 2009 y 2008 fueron respectivamente el $1,27\%$ y el $1,31\%$, por lo que el descenso registrado fue de solo 4 pb.

Debido a este comportamiento dispar de las rentabilidades a plazo en el área del euro y en Estados Unidos, el diferencial de rentabilidades a diez años entre estas áreas económicas se estrechó considerablemente, situándose en 29 pb en promedio en diciembre de 2009, lo que representa una reducción de 116 pb respecto al nivel observado al cierre de 2008.

Los tipos de interés negociados en los mercados monetarios en el área del euro mostraron una clara tendencia a la baja a lo largo de 2009, como consecuencia del recorte de 150 pb por parte del Consejo de Gobierno del BCE de su tipo de interés oficial, situándolo desde mayo en el 1% , junto a su política de proporcionar abundante liquidez a las entidades de



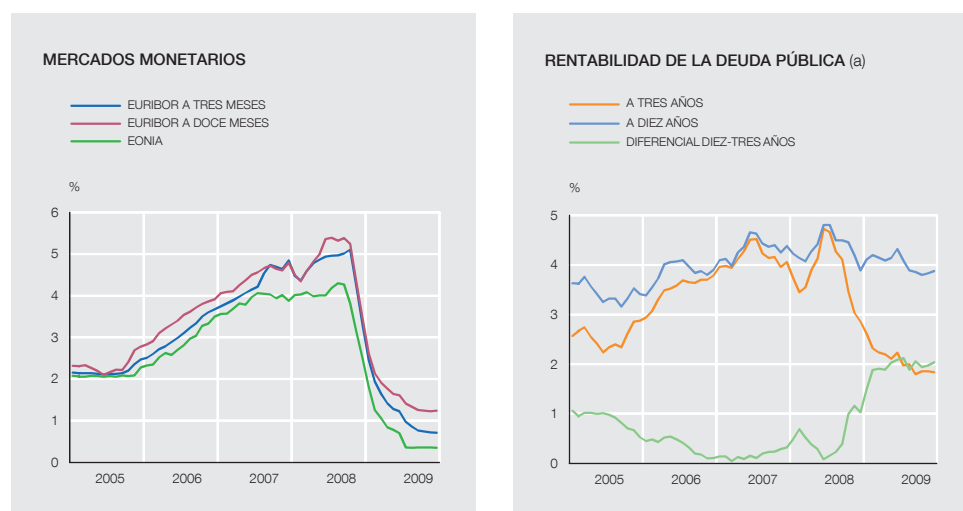
FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

crédito. El EURIBOR a doce meses se situó en promedio en diciembre en torno al 1,24%, es decir, 221 pb por debajo del nivel alcanzado un año antes, mientras que el EURIBOR a tres meses se situó en el 0,71%, 258 pb por debajo del registrado en diciembre de 2008. Para plazos más cortos, el EONIA se situó durante la segunda mitad del año en torno al 0,35%, lo que representa un descenso de 214 pb respecto a los niveles observados en diciembre de 2008 (véase gráfico 1.3).

La evolución de los mercados de renta variable se caracterizó por una fuerte recuperación de los principales índices bursátiles durante 2009, diferenciándose claramente dos períodos. El primero de ellos tuvo lugar durante los dos primeros meses, en los que los principales índices continuaron retrocediendo, siguiendo la tendencia observada en 2008. Sin embargo, a partir de marzo hubo un evidente cambio de tendencia, produciéndose una rápida recuperación, reflejo de una mayor confianza por parte de los inversores en los mercados. La volatilidad se redujo en 2009 a la mitad con respecto a la observada durante el ejercicio anterior. El resultado final fue que, en Japón, el índice Nikkei acumuló en el conjunto del año una subida del 19%, frente a la caída del 42% registrada en el ejercicio precedente. Por su parte, en Estados Unidos el índice S&P 500 se revalorizó un 23,5% en 2009, mientras que en 2008 había descendido un 38,5%. En el área del euro la situación en los mercados bursátiles fue similar durante 2009, experimentando subidas generalizadas en sus índices, que en el caso del DJ EUROSTOXX 50 se cifraron en torno al 21%, comparado con el descenso del 44,2% del año anterior. La revalorización registrada en el mercado español durante 2009 fue algo mayor que la de las economías más importantes; así, el IBEX 35 subió un 29,8%, frente al descenso del 39,4% del año anterior.

Los mercados cambiarios en 2009 estuvieron marcados por la evolución de las condiciones financieras globales y las perspectivas de recuperación económica en las distintas áreas económicas. También hay que señalar una apreciación en general de las divisas de países con tipos de interés más altos. El dólar se depreció ligeramente frente a la mayoría de las divisas, contrariamente a lo ocurrido en 2008. El euro, aunque en los primeros meses se depreció frente al dólar, terminó el año cotizando a 1,44, es decir un 3,5% por encima de los niveles de



FUENTE: Banco de España.

a. Las rentabilidades de la deuda pública de la zona del euro son medias ponderadas de los datos correspondientes a los países que la componen.

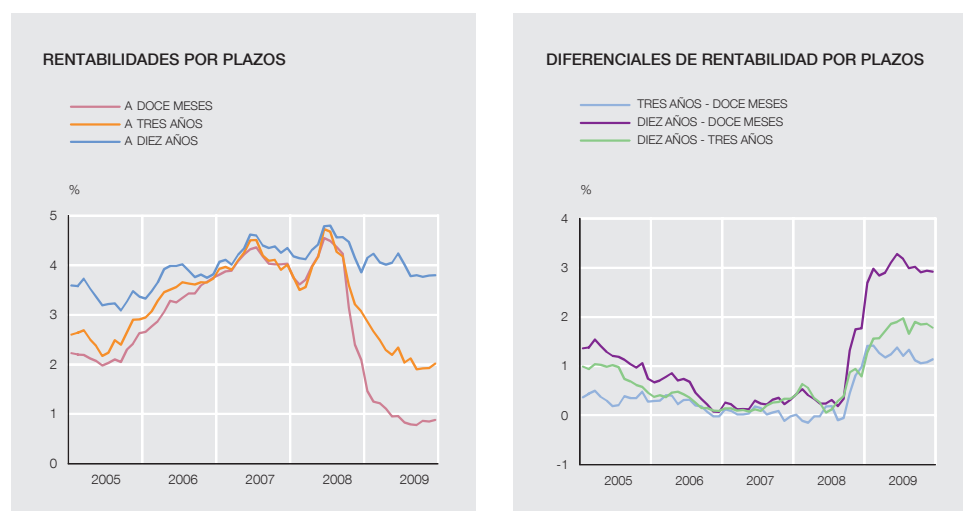
comienzos de año. Con respecto al yen mostró un comportamiento similar, terminando el año a 133,16 yenes por euro, es decir, un 5,6% por encima del nivel de comienzos del año. En conjunto y en términos efectivos, el euro cotizaba respecto a las divisas de los 21 principales socios comerciales de los países del área, al cierre de 2009, un 1% por debajo de los niveles de principios de año.

1.3 El mercado de deuda pública en España

El año 2009 supuso una continuación en la tendencia de la financiación obtenida por el Estado mediante la emisión neta de deuda pública, produciéndose un aumento de las emisiones. El saldo de la deuda del Estado anotada en 2009 se vio incrementado en 116.880,7 millones de euros, frente a la emisión neta de 51.750,9 millones de euros que se alcanzó en 2008. La estrategia seguida por el Tesoro se basó en una captación neta positiva mediante todos los instrumentos, destacando el segmento de medio y largo plazo (en el capítulo 2 se encontrará un análisis detallado de la estructura de emisiones de deuda anotada).

Los tipos de interés marginales de las distintas subastas de títulos en el mercado primario de deuda pública tuvieron un comportamiento diferente para los plazos inferiores y superiores a cinco años. Para los plazos inferiores a cinco años continuó la tendencia descendente observada en 2008, para estabilizarse a partir del verano. Sin embargo, el comportamiento de los tipos marginales para las emisiones a plazo superior a cinco años fue distinto, ya que repuntaron hasta el verano, para terminar a finales del año ligeramente por debajo de los niveles de cierre de 2008.

El tipo de interés marginal de las letras del Tesoro a un año se situó en el 0,95% en diciembre de 2009, lo que supuso una reducción de 128 pb respecto a la subasta del mismo mes del año anterior. En términos de media, la reducción entre ambos ejercicios fue de 274 pb. El tipo de interés marginal de los bonos a tres años se situó al final del año en el 2,15%, lo que representó una reducción anual de 81 pb, mientras que, en las obligaciones a diez años, el tipo de interés marginal se situó en el 3,90%, por lo que el descenso anual fue bastante menor, de 6 pb. Las reducciones en términos medios anuales fueron superiores a las indicadas anteriormente: un descenso de 163 pb en el caso de los bonos a tres años, mientras que en el caso de las obligaciones a diez años el descenso fue de 48 pb.



FUENTE: Banco de España.

Los tipos de interés en el mercado secundario de deuda pública se comportaron de forma muy similar a los del mercado primario en los distintos plazos, diferenciándose claramente, de nuevo, el comportamiento de los valores con vida inferior y superior a cinco años. De esta forma, la rentabilidad media de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 0,88% en diciembre, 121 pb por debajo de la registrada un año antes, mientras que, en términos de promedio anual, la reducción fue aún más acusada y se situó en los 271 pb. En el caso de los bonos a tres años y obligaciones a diez años, las rentabilidades se estabilizaron en los últimos meses del año, situándose en términos de media en el mes de diciembre en el 2,02% y 3,80%, respectivamente, acumulando descensos anuales de 105 pb y 6 pb, respectivamente. En promedio anual, la rentabilidad de los bonos a tres años disminuyó 166 pb, mientras que la de las obligaciones a diez años disminuyó 39 pb.

En general, los tipos de interés a largo plazo de los países del área del euro siguieron una evolución a lo largo de 2009 similar a la comentada anteriormente para España, produciéndose un repunte de rentabilidades hasta mediados de año, para descender durante el segundo semestre y finalizar el año ligeramente por debajo de los niveles de diciembre de 2008. Las primas de riesgo con respecto al bono alemán se redujeron ligeramente en la mayoría de los países a medida que se fueron disipando los efectos de las turbulencias que se produjeron en los mercados financieros a finales de 2008 como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers. En el caso español, el diferencial entre la rentabilidad de la referencia a diez años y el correspondiente bono alemán, aunque mantuvo una tendencia creciente en los primeros meses de 2009, revirtió a partir del mes de abril, cerrando en 67 pb en el promedio del mes de diciembre, lo que representa una reducción de 14 pb respecto al diferencial promedio en el mismo mes de 2008.

