

1 SITUACIÓN GENERAL DE LOS MERCADOS

1 Situación general de los mercados

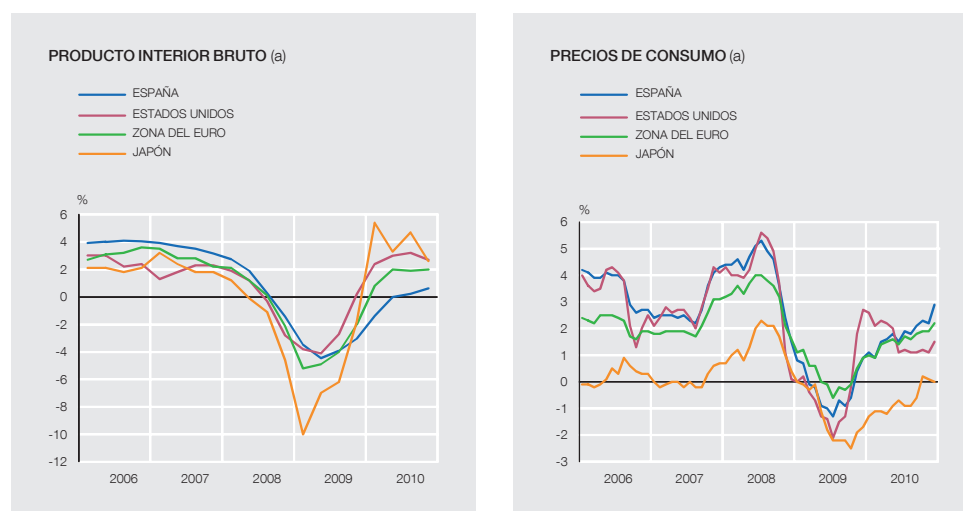
1.1 La situación económica general

Después de tres años de debilidad e incertidumbre, la evolución de las principales áreas económicas durante 2010 reveló una recuperación global de la actividad. Como respuesta a la crisis financiera, las autoridades de las principales economías del mundo habían tomado durante 2009 numerosas medidas de estímulo, muchas de ellas coordinadas, tanto en el ámbito fiscal como en el monetario. Esta acción concertada comenzó a dar resultados ya en el segundo semestre de 2009, pero no fue hasta 2010 cuando la recuperación económica se generalizó.

Ahora bien, la intensidad de esta recuperación fue bastante desigual. Mientras que las economías en desarrollo experimentaron un crecimiento vigoroso, en los países más desarrollados la reactivación de la actividad fue más tímida. Esta divergencia fue el resultado de los diferentes puntos de partida tras la crisis, que dañó en mayor medida a las economías más avanzadas, así como de los distintos grados de utilización y efectividad de las políticas fiscal y monetaria. Por tanto, el fuerte crecimiento global se debió, fundamentalmente, al impulso de las economías emergentes, que basaron su crecimiento en el dinamismo de su demanda interna y alcanzaron tasas de crecimiento similares a las previas a la crisis. Entre ellas destacaron especialmente las economías asiáticas (y, en concreto, China, que alcanzó una tasa del 10,3 % para 2010).

Por otro lado, en las economías más desarrolladas persistieron los problemas cíclicos y financieros, que siguieron ralentizando la recuperación. Estados Unidos comenzó a registrar tasas de crecimiento del producto interior bruto positivas ya en el cuarto trimestre de 2009, para continuar en 2010 con tasas crecientes que, aunque se moderaron en el último trimestre, permitieron alcanzar un incremento del PIB del 2,8 % en el conjunto del año, frente al -2,6 % de 2009 (véase gráfico 1.1). Este crecimiento, que fue el mayor en cinco años, se produjo gracias a la buena evolución del consumo y de las exportaciones. Por lo que respecta a los precios, la inflación en términos del IPC para el conjunto de 2010 fue del 1,6 %, terminando en un 1,5 % en diciembre, frente al 2,7 % registrado en diciembre de 2009. Debe tenerse en cuenta que la mayor parte del aumento de precios fue debida al aumento del precio de la energía y de los alimentos sin elaborar, especialmente en los últimos meses de año, cuando las tasas de inflación repuntaron de forma generalizada en todo el mundo. Si se excluyen del cálculo los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, la inflación subyacente fue de solo el 0,8 % en 2010. En este contexto, la Reserva Federal continuó manteniendo los tipos de interés oficiales en un rango objetivo de entre el 0 % y el 0,25 %, que permanecieron así inalterados desde finales de 2008. También continuó su política de compras de valores a largo plazo para favorecer el funcionamiento de los mercados de crédito, cuyo importe incrementó considerablemente a finales de año.

En Japón, las tasas de crecimiento empezaron a tomar valores positivos a principios de 2010, dando comienzo a una recuperación que, pese a ser notable, fue menor que la esperada, debido a la ralentización de las exportaciones y del consumo. Tras siete trimestres con tasas negativas, el PIB japonés pasó a aumentar un 5,4 % interanual en el primer trimestre de 2010, finalizando el año con un crecimiento medio del 4 %, frente al -6,3 % de 2009. En cuanto a la evolución de los precios, su tasa de variación interanual tomó valores negativos hasta el mes de septiembre, pasando a cifras positivas para los tres últimos meses del año hasta finalizar en un 0 % en diciembre, frente al -1,7 % de diciembre de 2009. En este contexto, el Banco de Japón rebajó en octubre el tipo oficial del dinero, situándolo en un rango de entre el 0 % y el



FUENTE: Banco de España.

a. Tasas de variación interanual.

0,1 %, prácticamente cero, frente al 0,1 % vigente desde diciembre de 2008. Además, continuó comprando bonos del Gobierno para mantenerlos en cartera a vencimiento y comenzó a comprar también deuda privada.

En el Reino Unido el PIB aumentó un 1,3 %, frente a la contracción del 4,9 % sufrida en 2009; mientras que la inflación, en términos interanuales, fue del 3,7 % en diciembre, por encima del 2,8 % de diciembre de 2009. El Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5 % y completó el programa de compras de activos iniciado en 2009.

En la zona del euro, aunque se detuvo la tendencia descendente de la actividad, la reactivación se produjo a un ritmo moderado. Además, se observaron divergencias tanto por componentes, ya que el crecimiento se apoyó en las exportaciones, como por países, pues frente al empuje de la economía alemana estuvo la atonía de los países más afectados por una nueva fase de la crisis financiera, la crisis de la deuda soberana. En el segundo trimestre del año se puso en duda la capacidad de algunos países de la zona del euro para hacer frente a sus altos niveles de endeudamiento, produciéndose un incremento considerable de los diferenciales soberanos. Aunque la tensión disminuyó gracias a una serie de medidas que se detallarán en el siguiente apartado, entre ellas la consolidación fiscal, las dudas de los mercados persistieron. Todo esto condicionó la recuperación, que, pese a ello, fue notable. La zona del euro comenzó 2010 pasando a registrar cifras positivas de crecimiento, que aumentaron considerablemente durante el año. Así, tras crecer solamente un 0,8 % interanual en el primer trimestre, el resto del año se mantuvo en niveles en el entorno del 2 %, hasta cerrar el ejercicio con un crecimiento medio del PIB del 1,7 %, frente al -4 % de 2009. La inflación del área registró valores positivos durante todo el año y, como ocurrió en el resto de áreas económicas, se aceleró a finales de año por el efecto del precio de la energía y de los alimentos, registrándose una variación interanual del IAPC del 1,6 % en el promedio del año y del 2,2 % en diciembre, frente al 0,9 % de diciembre de 2009. En cuanto a la política monetaria, el BCE mantuvo el tipo de interés oficial inalterado en el 1 %, continuó con su política de adjudicación plena a tipo fijo y completó el programa de compra de bonos garantizados (*covered bonds*) iniciado en 2009. Además, como consecuencia de la crisis soberana adoptó una serie de medidas adicionales: volvió a modificar el marco de activos de garantía elegibles en sus operaciones de crédito con entidades financieras, acordó reintroducir las operaciones complementarias de

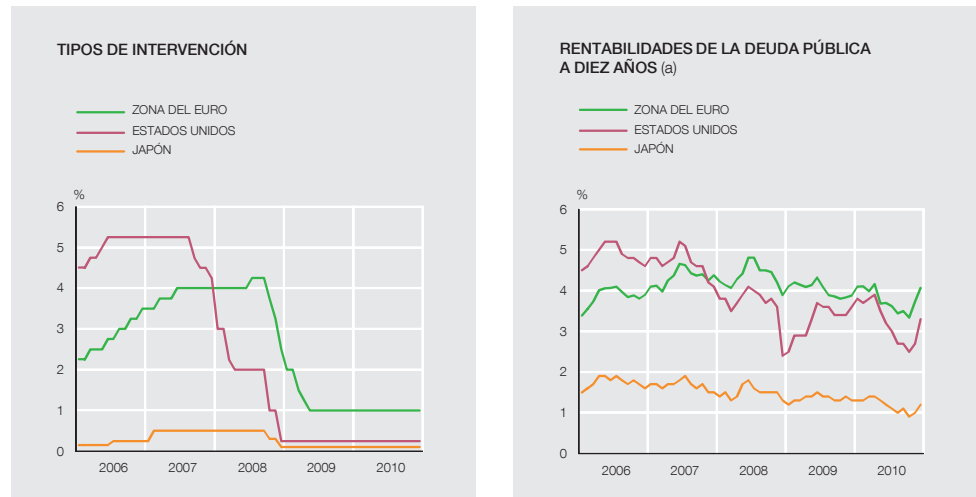
refinanciación a tres y a seis meses, y reactivó las líneas *swap* de liquidez con la Reserva Federal. También, con el fin de asegurar la correcta transmisión de la política monetaria, el Eurosistema puso en marcha un programa de compras mediante el que se realizan intervenciones directas en los mercados de deuda pública y privada de la Eurozona para la adquisición de estos valores.

La economía española, por su parte, inició una senda de suave recuperación. Abandonó las cifras negativas de crecimiento en el segundo trimestre de 2010 y mantuvo un ritmo muy moderado durante todo el año, que resultó en una tasa de crecimiento del PIB en 2010 del $-0,1\%$, frente al $-3,7\%$ de 2009. A pesar de esta mejora, el débil avance de la actividad contrasta con registros más elevados en otros países de la zona del euro menos afectados por la crisis de la deuda soberana y por el proceso de ajuste fiscal. En efecto, la caída de la producción fue consecuencia del descenso de la demanda nacional debido a la caída del consumo público por las medidas de consolidación presupuestaria, pese a que el consumo privado, tanto de hogares como de empresas, se incrementó. Por otra parte, fue la demanda exterior neta, apoyada en la fortaleza de las exportaciones, la que compensó en parte el efecto de la contracción del gasto interno sobre la actividad. En cuanto a los precios, la tasa de variación del IPC también repuntó de forma notable en el último trimestre del año, debido principalmente al componente energético, cerrando con un dato del 3% para diciembre, frente al $0,8\%$ de diciembre de 2009. Así, el diferencial de inflación frente al conjunto de países del área del euro, medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), volvió a tomar valores positivos, después de haber entrado en 2009 por primera vez en terreno negativo desde el inicio de la Unión Monetaria. En efecto: el diferencial, que había tomado un valor de $0,0$ puntos porcentuales (pp) en diciembre de 2009, fue ampliándose a lo largo del año hasta cerrar en diciembre en $0,7$ pp, con un valor medio para el conjunto del año de $0,2$ pp.

1.2 Los mercados financieros internacionales

A pesar del repunte del crecimiento mundial, en 2010 las expectativas continuaron afectadas por la incertidumbre, especialmente debido al protagonismo que cobró el riesgo soberano en las economías avanzadas, particularmente en Europa, condicionando la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Como resultado de ello, se produjeron diversos episodios de ampliación de los diferenciales soberanos y aumento de la volatilidad en los mercados de valores y cambiarios.

En efecto, la política fiscal, que había amortiguado la caída de la demanda privada evitando una recesión más profunda, pasó de ser un factor de apoyo a la demanda interna y al sector financiero a convertirse en causa de inestabilidad financiera y condicionante del crecimiento. Los elevados niveles de déficit y de deuda pública, debidos en su mayor parte a la caída de la actividad económica, pero también a las distintas medidas de estímulo adoptadas, provocaron una pérdida de confianza de los mercados financieros en las posibilidades de consolidación fiscal de algunos países, sobre todo en el área del euro, donde el riesgo de contagio retrasó la reactivación. Las tensiones debidas a la correlación entre el riesgo del sector financiero y el soberano aumentaron considerablemente en el segundo trimestre del año. Para contrarrestarlas, algunos países adoptaron medidas adicionales de consolidación fiscal, el FMI y la UE firmaron con Grecia un acuerdo de soporte financiero, se creó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera para asistir a países del área del euro con dificultades para financiarse en el mercado, el BCE adoptó las medidas adicionales comentadas en el apartado anterior y se publicaron los resultados de las pruebas de resistencia del sector financiero. Todo esto contribuyó a que en el tercer trimestre remitiesen ligeramente las tensiones y los mercados de capital, entonces prácticamente cerrados, comenzasen a abrirse, aunque de forma selectiva, a las emisiones de deuda.

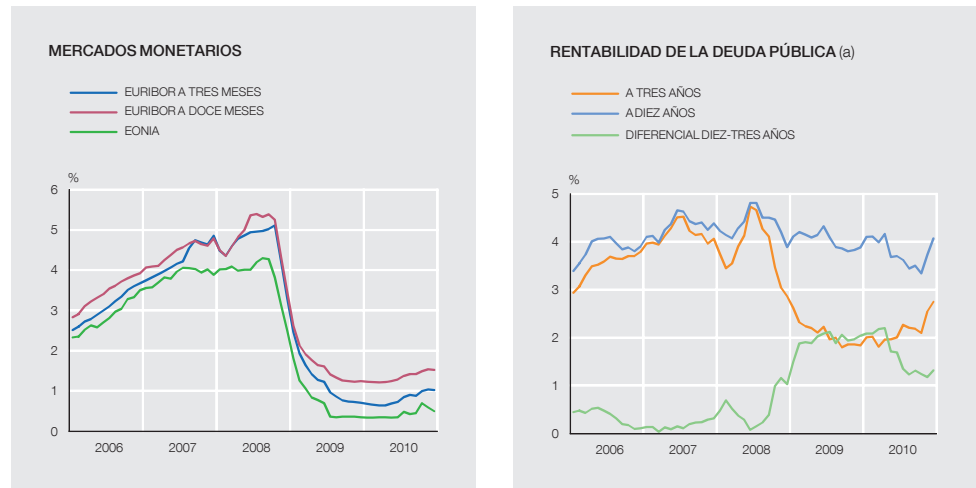


FUENTE: Banco de España.

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.

Ahora bien, pese a haberse atenuado las tensiones, persistieron dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países de la UEM, que dieron lugar a nuevos episodios de desconfianza a lo largo del año. La probabilidad de que las dificultades fiscales y las tensiones del sector financiero formasen un círculo vicioso que provocase efectos adversos en ambos ámbitos siguió percibiéndose como elevada. De hecho, el problema volvió a agravarse durante los últimos meses del año, teniendo como epicentro Irlanda, cuyo débil sistema financiero ponía en peligro las finanzas públicas, y se propagó hacia otros países del área del euro. De nuevo la solución vino de la mano de medidas adicionales, en este caso con un nuevo programa de soporte financiero del FMI y de la UE a Irlanda a finales de noviembre, así como con el acuerdo de creación de un instrumento permanente para la gestión de crisis que entrará en vigor en 2013, el Mecanismo Europeo de Estabilidad.

En este contexto, marcado además por el mantenimiento de los tipos de interés oficiales de referencia por parte de los respectivos bancos centrales, la evolución de los tipos de interés a largo plazo en las principales áreas económicas fue muy similar, aunque en distintos niveles y con diferente intensidad. Tanto en el área del euro como en Estados Unidos y Japón, los tipos de interés a largo plazo comenzaron 2010 continuando la suave tendencia creciente iniciada a finales de 2009, pero, tras alcanzar máximos anuales en abril, sufrieron un acusado descenso hasta el mes de octubre, que en ningún caso fue compensado por el repunte experimentado en los dos últimos meses del año (véase gráfico 1.2). Como consecuencia de ello, en el área del euro los tipos de interés de la deuda pública a diez años se situaron en promedio, en diciembre de 2010, en un 4,07 %, nivel que, comparado con el 3,88 % registrado en promedio en el mismo mes de 2009, supuso un aumento de 19 puntos básicos (pb). Por el contrario, la intensidad de la caída experimentada por las rentabilidades en Estados Unidos determinó que la rentabilidad a diez años en dicho país se situase en promedio, en diciembre de 2010, en el 3,3 %, 30 pb por debajo del dato de diciembre de 2009. Por tanto, el diferencial de rentabilidades a diez años entre el área del euro y Estados Unidos se amplió durante 2010, pasando de 28 pb en promedio en diciembre de 2009 a 49 pb en 2010. En el caso de Japón, el descenso registrado en la rentabilidad promedio del mes de diciembre con respecto al año anterior fue de solo 10 pb, situándose en un 1,2 % en el último mes de 2010.



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.

Por otro lado, la evolución de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios del área del euro se dividió en dos períodos claramente diferenciados (véase gráfico 1.3). Mientras que en la primera mitad del año los tipos se mantuvieron estables en niveles muy reducidos, durante el segundo semestre iniciaron una tendencia creciente, debido al ajuste del exceso de liquidez a medida que las operaciones a plazos más largos con el BCE fueron venciendo sin ser renovadas. El resultado para el conjunto del año fue que el EURIBOR a doce meses se situó en promedio, en diciembre de 2010, en torno al 1,53 %, 28 pb por encima del registrado en diciembre de 2009; por su parte, el EURIBOR a tres meses se situó en el 1,02 %, 31 pb por encima de la cifra alcanzada el año anterior. En los plazos más cortos, el EONIA acumuló un aumento a lo largo del año de 15 pb, cerrando con un valor promedio para diciembre de 2010 del 0,5 %.

En cuanto a la renta variable, tras la fuerte recuperación que había tenido lugar en 2009, el comportamiento de los mercados internacionales se caracterizó por una reducción generalizada de la volatilidad, una vez asentadas las expectativas de crecimiento, aunque estuvo también sometido a la crisis de confianza en la deuda soberana anteriormente comentada. El resultado fue que, en Estados Unidos, el índice S&P 500 continuó la senda ascendente iniciada el año anterior y se revalorizó un 12,8 %, frente al aumento del 19,8 % registrado en 2009. En Japón, el índice Nikkei recuperó en el último trimestre parte de lo perdido en la primera parte del año, pero, aun así, acumuló un descenso en el conjunto del año del 3 %, cuando en 2009 había experimentado un aumento del 19 %. Por otra parte, en el área del euro los diversos episodios de desconfianza provocaron las correspondientes caídas y posteriores recuperaciones de las cotizaciones, que en el caso del DJ EUROSTOXX 50 se saldó con un descenso para 2010 del 5,8 %, frente a la subida del 16,9 % experimentada en 2009. La evolución del mercado español fue similar a la del europeo, aunque estuvo más afectada por la inestabilidad financiera, que se manifestó en diversas caídas de las cotizaciones bursátiles a lo largo del año, elevando las pérdidas del IBEX 35 durante 2010 al 17,4 %, frente a la revalorización del 25,9 % que había registrado en 2009.

Los mercados cambiarios, por su parte, continuaron también marcados por la evolución de las condiciones financieras globales y por las perspectivas de reactivación en las distintas

áreas económicas. Mientras que la primera mitad del año se caracterizó por una apreciación del dólar estadounidense frente al euro y al yen, durante la segunda mitad se invirtió la tendencia, de modo que fueron el euro y el yen las monedas que experimentaron apreciaciones significativas con respecto al dólar. Así, el euro, que en los seis primeros meses se había depreciado un 16,5 % frente al dólar, se recuperó parcialmente en la segunda mitad, hasta terminar 2010 con una depreciación más moderada, que se cifró en el 9,5 % para el conjunto del año. Con respecto al yen, tras la fuerte depreciación sufrida durante el primer semestre (15,4 %), el segundo semestre fue más estable, terminando el año con una depreciación acumulada del 16,1 %.

1.3 El mercado de deuda pública en España

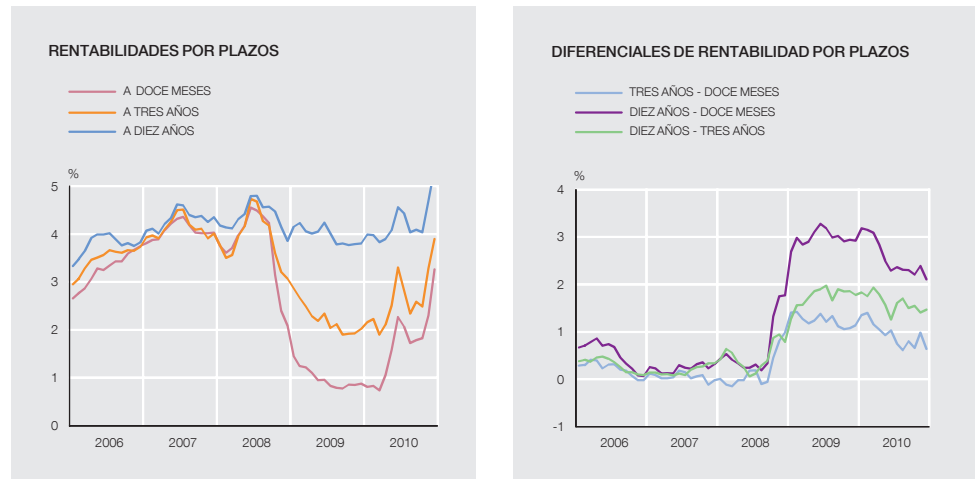
A pesar de las dificultades que caracterizaron al mercado europeo de deuda pública durante 2010, el comportamiento de la deuda pública española fue positivo. Frente a los problemas que sufrieron algunos Estados miembros de la zona del euro para obtener financiación en los mercados de capitales, el Tesoro completó su programa de financiación manteniendo la confianza de los inversores. Ahora bien, el coste de financiación aumentó ligeramente con respecto a 2009, debido a las diversas crisis de confianza en la deuda soberana que afectaron a la zona del euro, así como a las diversas rebajas de *rating* por parte de las principales agencias de calificación crediticia.

Así, en 2010 la deuda pública española dejó de ostentar la máxima calificación crediticia. A pesar de que en 2009 Standard & Poor's ya había rebajado su calificación desde AAA hasta AA+, el reino de España comenzó 2010 con el máximo *rating* por parte de Moody's y Fitch. Pero, tras un recorte adicional por parte de Standard & Poor's en abril hasta AA, en el mes de mayo Fitch rebajó su *rating* desde AAA hasta AA+; y, por último, en el mes de septiembre Moody's decidió también rebajar su calificación desde Aaa a Aa1, justificando su decisión en las débiles perspectivas de crecimiento del país¹.

En 2010 las finanzas públicas españolas estuvieron marcadas por el inicio del proceso de consolidación fiscal y la estabilización de la actividad económica, que determinaron unas necesidades de financiación del Estado mucho menores que las de 2009. Como consecuencia de ello, la operativa del Tesoro en el mercado de deuda pública evolucionó en sentido diferente al año anterior, con unas emisiones netas significativamente inferiores tanto a las de 2009 como a las previsiones de principios de año, lo que resultó en que el aumento del saldo total de deuda fuera menor que el previsto en la estrategia del Tesoro, mientras que su vida media se mantuvo prácticamente invariable.

En términos netos, tanto las letras como los bonos y obligaciones tuvieron una aportación positiva a la financiación del Estado, aunque en todos los casos la emisión neta fue significativamente menor que en 2009. En cuanto a su composición, destaca la aportación del segmento de medio plazo, que fue el único que registró un aumento de la participación en el saldo vivo de deuda total (24,6 % en 2010, frente al 22,2 % en 2009), a costa de un descenso relativo de los segmentos de corto y largo plazo. Aun así, las obligaciones del Estado siguieron representando más de la mitad del saldo vivo total de deuda pública (58,5 % en 2010). Los tipos marginales de las subastas experimentaron aumentos generalizados a partir del mes de mayo, de acuerdo con la tendencia mostrada por el mercado secundario, como se comentará a continuación.

1. Al cierre de esta Memoria, durante 2011 se han producido cambios adicionales. Standard & Poor's reafirmó el *rating* AA en febrero, aunque lo mantuvo en perspectiva negativa. Por otra parte, en el mes de marzo Fitch revisó la perspectiva de su *rating* AA+ de estable a negativa y Moody's rebajó su calificación desde Aa1 hasta Aa2 con perspectiva negativa.



FUENTE: Banco de España.

La negociación en los mercados secundarios de deuda experimentó un ligero descenso, del 0,1 %, destacando el avance de la negociación entre titulares, que aumentó un 13,7 %, frente a la de terceros, que descendió un 9,2 %. Por instrumentos, en 2010 continuó la tendencia iniciada en 2008 hacia una mayor contratación con letras del Tesoro, aunque con menor intensidad que en los ejercicios previos. A la mayor relevancia de los titulares de cuenta, así como al avance de los instrumentos a corto plazo, puede haber contribuido el entorno de incertidumbre en el que se han desenvuelto los mercados financieros durante los últimos años. A pesar de ello, el grueso de la negociación siguió correspondiendo a los bonos y obligaciones no segregados, que representaron el 80,7 % del total, frente al 80,8 % de 2009. Por tipo de operación, la actividad en *repo* sufrió un descenso notable, desde el 46,6 % del total en 2009 al 31,1 % en 2010; mientras que avanzó la negociación mediante simultáneas (hasta un 43,1 % en 2010, frente al 39,3 % en el año precedente) y, principalmente, mediante operaciones al contado (pasando del 13,3 % en 2009 al 25 % en 2010). Una descripción más detallada de la evolución de los volúmenes de emisión y de negociación de deuda pública se incluye en los capítulos 2 y 3, respectivamente.

En cuanto a las rentabilidades negociadas en el mercado secundario español, su evolución a lo largo del año no siguió el mismo patrón que el conjunto de la zona del euro, al contrario de lo ocurrido en los últimos años. Los diversos episodios de crisis de confianza por los que atravesó la deuda soberana en algunos países europeos a lo largo del año determinaron que la rentabilidad de la deuda pública española evolucionase de forma diferenciada.

Como muestra el gráfico 1.4, a partir del mes de mayo los rendimientos de la deuda pública española tomaron una senda ascendente, que, aunque cedió en el tercer trimestre, volvió a repuntar en los últimos meses, cerrando el año en niveles muy superiores a los de principios de 2010 en todos los segmentos de mercado. Así, el rendimiento de las letras a doce meses registró un aumento considerable a lo largo de 2010, que se cifró en 238 pb, situándose en diciembre en niveles en torno al 3,3 %. En lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo, mientras que a tres años las rentabilidades negociadas registraron un aumento de 188 pb, este fue de 157 pb en las referencias a diez años. Por lo tanto, el diferencial diez-tres años finalizó el ejercicio 31 pb por debajo del valor de cierre de 2009, en 147 pb, mientras que el diferencial tres años-doce meses y el diez años-doce meses descendieron 50 pb y 81 pb, situándose en 61 pb y en 211 pb, respectivamente.

Esta trayectoria creciente de las rentabilidades de la deuda pública española se tradujo en la ampliación de los diferenciales con la media del área del euro. De hecho, el diferencial de rentabilidad para las obligaciones del Estado a diez años, que fue en media de -17 pb durante el período comprendido entre enero y abril de 2010, tomó un valor promedio positivo de 78 pb para el resto del año. En cuanto al diferencial con respecto a la deuda alemana a diez años, tras el ligero recorte experimentado el año anterior, fue ampliándose progresivamente en 2010, hasta cerrar el año con un valor de 247 pb, frente a los 67 pb de 2009.